

B 39342

T 742 (2)

IMPLANTACION DE LA MONEDA UNICA EUROPEA EN APLICACION DEL TRATADO
DE MAASTRICHT Y LA CRISIS DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO DURANTE
EL PERIODO DE CONVERGENCIA ECONOMICA.

Factores relevantes para la estabilidad cambiaria
y análisis positivo del proceso de unión monetaria europea

Tesis Doctoral

de

MIGUEL ANGEL GOMEZ ORTIZ

I N T R O D U C C I O N

El día 7 de febrero de 1.992, en la ciudad holandesa de Maastricht, los Ministros de Asuntos Exteriores y de Economía y Finanzas de la Comunidad Europea firmaron el Tratado de Unión Europea, cuya aprobación había sido decidida entre los días 10 y 11 de diciembre del año precedente, por los Jefes de Estado y de Gobierno en el Consejo Europeo celebrado en esa misma ciudad. Tras esta firma, comenzaba un largo proceso en el que cada Estado debía de ratificar el Tratado, y durante el cual tuvieron lugar importantes convulsiones económicas y políticas, que todavía no han terminado, que han puesto en peligro no sólo los acuerdos contenidos en el mismo, si no muchos de los logros que se habían alcanzado dentro de la Comunidad Económica Europea, y en algunos casos la permanencia de la propia Comunidad, tal y como había sido pensada.

España, que desde su adhesión al Tratado de Roma en 1.986 había mostrado claras pruebas de respaldo al proceso de unión europea, veía como los objetivos perseguidos se recogían en el texto del Tratado, así como que las dificultades que para llevarlo a cabo podían tener consecuencias negativas al poder quedar relegada a un segundo grupo de países cuya incorporación al proceso de unión monetaria no se llevaría a cabo en el primer momento, y ello pese a los costes de muy diferente naturaleza que el deseo de participar desde sus inicios en el proyecto de unión europea estaba obligando a asumir.

La voluntad española de participar de forma activa en el

proceso de integración europea, y en particular en el relativo a la unión monetaria, tuvo diferentes manifestaciones. Tal vez la más relevante fue la integración de la peseta en el **Sistema Monetario Europeo** acordada por el Consejo de Ministros el día 16 de Junio de 1.989, al mismo tiempo que se definía la participación en la Unidad de Cuenta Europea que habría de tener lugar en septiembre de ese mismo año. Con esta decisión se despejaba una incógnita mantenida hasta esa fecha sobre cual iba a ser el ritmo de España en el proceso de integración económica de la Comunidad Europea ya que, si bien la participación en ambos instrumentos de concertación económica se daba como seguro, y las condiciones de integración en los mismos no presentaban importantes dudas, lo que sí constituía un factor de incertidumbre era la fecha en que se produciría la participación en ambas, pues mientras la participación en el Sistema Monetario Europeo, al depender de una decisión de carácter político, era difícil de determinar, no pudiendo asegurarse tan siquiera la misma, al menos hasta la firma del mencionado Tratado de Unión Europea (y el caso de Grecia, así como los abandonos del sistema por partes del Reino Unido e Italia, son un buen ejemplo de ello), no sucedía lo mismo con la participación en la composición de la "cesta de divizas" que componen el ECU, ya que la misma era obligatoria, y tan sólo se había demorado hasta que se llevase a efecto la siguiente alteración de esas ponderaciones, la cual habría de llevarse a efecto en septiembre de ese mismo año.

Al producirse esta participación de la peseta en el Sistema Monetario Europeo se despejaba a su vez una de las incertidumbres con las que se hubiese tenido que enfrentar este trabajo

doctoral que ahora se presenta, ya que el mismo comenzó a perfilarse en 1.988, cuando la voluntad política de participar en los instrumentos financieros y monetarios de la Comunidad no era todavía clara. La observación de los círculos económicos y políticos durante este año permitía comprobar la casi unánime opinión sobre la conveniencia de que España participase en los dos mecanismos mencionados, sin que ello signifique que no se dejasen oír voces que destacasen los problemas que tal integración iba a ocasionar ni que, en algunos casos, se desaconsejase dicha participación. Pero, en definitiva, se compartía mayoritariamente la conveniencia de integrarnos en dichos sistemas y la discusión se concentraba en la forma y el momento en que debía producirse la misma. El acuerdo del gobierno español vino a acabar con dichas discusiones y dio lugar a que se plantease el problema desde otro punto de vista, la conveniencia de la forma y el momento en que la integración se había producido y las diferentes consecuencias, positivas y negativas, que se iban a derivar de la decisión adoptada.

No obstante, ante la relevancia del proceso de integración económica y monetaria, así como política, que se empezó a desarrollar de forma firme tan sólo un año después, el centro de gravedad de los análisis debió trasladarse a considerar el problema en su conjunto, quedando la participación de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo restringido a lo que realmente era, un aspecto parcial de la evolución del proceso de integración, y adquiriendo notoriedad de nuevo solamente cuando la crisis de 1.992 se materializó en una pérdida continua en el valor de la divisa española, como consecuencia directa de la incoherencia de la política económica que

se estaba llevando a efecto.

Además del cambio experimentado en el proceso de integración de la Comunidad Europea, en los últimos años se han producido importantes cambios a nivel internacional que me permiten asegurar que el mundo en que actualmente nos encontramos no es el mismo a aquel en el que comencé el trabajo doctoral. La unificación alemana, la guerra del Golfo Pérsico, la desaparición de la URSS, y la guerra en tierras europeas, son aspectos muy importantes que resultaban impensables hace tan sólo un lustro, y su influencia en cualquier proceso que se desarrolle en Europa no es posible preverlo. La unificación alemana supuso la ampliación de la Comunidad Europea (sin que se llevase a cabo un proceso de adhesión reglado), incorporando a un país cuyas estructuras estaban (y aún lo están) muy alejadas del promedio de la Comunidad, y la unificación monetaria que tuvo lugar en ese proceso ha determinado, sin duda alguna, las decisiones alemanas sobre el proceso de unión monetaria europea, así como la situación económica creada ha forzado a las autoridades germanas a adoptar medidas de ajuste que en otro caso no hubiese sido necesario llevar a cabo, y que ha facilitado el desarrollo de la recesión económica que se vive en la Comunidad. La guerra en la antigua Yugoslavia, y el peligro de su concreción en la desaparecida Unión Soviética, suponen aspectos que "distraen" a las autoridades económicas (y políticas) de otros problemas comunitarios, así como lo hizo, en un primer momento, la invasión de Kuwait por parte de Iraq.

Todos estos aspectos han tenido que ser considerados, de una u otra forma, mientras se materializaba el presente trabajo doctoral, que como ya se ha indicado, cambió también el enfoque

con el que afrontaba la integración de la peseta en el doble mecanismo de control monetario de la Comunidad Económica Europea, ya que uno de los puntos discutidos inicialmente era la posibilidad y conveniencia de dicha participación, mientras que ahora era necesario pasar del estudio de una posibilidad a analizar una realidad, de la consideración de las alternativas de participación a la comparación de la opción elegida con las demás posibilidades de integración, dando una importancia superior a los hechos que a la teoría, y analizar las consecuencias que se derivan del sistema y momento de participación elegido. Sin embargo, dado que las condiciones de integración, si bien no el momento, ya que éste dependía más de una decisión política que de condicionamientos económicos, coincidieron con algunos de los puntos que el autor de la presente tesis doctoral expuso en un trabajo que presentó a principios del mencionado año 1.988, el nuevo punto de vista con el que se afrontó aquel no supuso ningún cambio en la forma de desarrollar el estudio de los temas que lo componen, pero sí permitió que el análisis que se realiza en el mismo pudiese centrarse en uno de los problemas claves a la hora de analizar un proceso de integración económica: la utilización de una moneda única por todos los países del sistema, y el planteamiento de aspectos concretos respecto a como los países del sistema pretenden realizar la unión monetaria, lo que tras la presentación del Informe Delors pudo a su vez concretarse en hechos y superar a la mera teoría.

En esta exposición voy a analizar la integración en el doble mecanismo monetario-financiero que constituyen el Sistema Monetario Europeo y la participación en la composición del ECU, para terminar centrando el interés de la misma en el problema

de la necesidad de una moneda única dentro del sistema, y comparar esta opción a otras, como la de una moneda común (no única, si no "conviviendo" con las monedas nacionales) o el sistema de "bolsa de monedas" actualmente existente.

Todo la exposición se va a enfocar desde el contexto de una economía abierta, dejándose de analizar con detalle algunos de los problemas con los que se enfrentan la mayoría de las economías de los países comunitarios, como el desempleo, el desarrollo de las entidades bancarias dentro de la Comunidad, etc., si bien se hará referencia a ellos al estudiar las variables que constituyen la base del presente trabajo, que para una mejor exposición se ha dividido en dos partes. En definitiva, en la primera parte del mismo se analizará el problema de la inflación, poniendo todo el énfasis en el diferencial de inflación entre los países que participan en los mecanismos de colaboración económica estudiados, los tipos de interés, y su valor como variable instrumento en la política monetaria, los tipos de cambio, como piedra angular del mecanismo, destacando la importante interrelación existente entre todos ellos y las notables consecuencias que se derivan del hecho de que una de ellas, en este caso el tipo de cambio, esté limitada en su movimiento debido a las reglas del Sistema Monetario Europeo, así como las limitaciones que para desarrollar las políticas económicas nacionales supone la pérdida de soberanía derivada de la integración, tras lo cual se analizará el funcionamiento del mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo, que va a constituir la base del proceso de integración monetaria, al mismo tiempo que va a experimentar de forma muy negativa todos sus efectos, ya que una vez culminado el proceso el mecanismo

desaparecerá, y su propia existencia dificulta la adopción de algunas medidas que, en principio, serían necesarias para poder alcanzar el objetivo con mayor facilidad, y se destacará el hecho de que las limitaciones a las fluctuaciones de los tipos de cambio, si bien constituyen un factor de estabilidad, pueden convertirse en un foco de inestabilidad cuando las monedas se acercan a los límites fijados, impidiendo que las políticas adoptadas por los países miembros para eliminar desajustes internos tengan los efectos deseados, o bien impidiendo que esas políticas sean todo lo efectivas que serían en otras situaciones de mayor libertad de acción. En la segunda parte, intentaré explicar cual ha sido la evolución de la Comunidad Económica Europea dentro del campo monetario, y como es precisamente esa evolución la que determina la forma en que se afronta el proceso de unión monetaria. Por último, el análisis se centrará en la consideración de la adopción por parte de los Estados comunitarios de una moneda única, y compararé esta opción frente a la de la existencia de la "bolsa de monedas" que configuran el ECU así como a la idea de una moneda "común", que coexista con resto de las monedas nacionales, presentando como preferible a la primera.

Como siempre que se realiza un análisis dentro de las Ciencias Sociales, y el mismo no está referido totalmente a hechos del pasado, ha sido necesario elegir una fecha determinada en la que dar por concluido el trabajo, en particular en lo que a la exposición de la evolución del proceso de integración se refiere. Esta fecha iba a ser en un primer momento el día de la firma del Tratado de Unión Europea, es decir, el 7 de febrero de 1.992. Sin embargo, los importantes problemas con los que se

enfrentó el proceso de ratificación y las convulsiones dentro del Sistema Monetario Europeo han hecho preciso retrasar en dos ocasiones la misma, por lo que finalmente había elegido el 9 de febrero del presente año 1.993 como fecha para su finalización, ya que los plazos de presentación del trabajo impedían un retraso mayor. Por lo tanto, resulta indudable que entre la fecha citada y el momento de lectura de esta tesis doctoral se han producido hechos que no han sido recogidos en el mismo; sin embargo, confío en que de ser así no afecten negativamente al contenido esencial del mismo. Sin embargo, esta confianza no me ha permitido que, aún a costa de apurar el tiempo de elaboración de este trabajo más allá de lo que sería razonable y lógicamente prudente, haya apurado el mismo incorporando en el análisis histórico dos hechos relevantes: la tercera devaluación de la peseta tras su ingreso en el Sistema Monetario Europeo, que tuvo lugar el 14 de mayo de este año; y constatar la victoria de la postura favorable a la firma del Tratado de Unión Monetaria en el segundo referendum danés, que se llevó a cabo el 18 de ese mismo mes. Tras esta nueva ampliación doy por concluido el presente trabajo doctoral confiando que el resultado de este referendum permita un cierto clima de estabilidad, al menos de forma momentánea.

Madrid, 19 de mayo de 1.993.

P A R T E P R I M E R A

CAPITULO PRIMERO

LA INFLACION

La inflación: Definición y sus clases

Definición de inflación

El fenómeno inflacionario, en lo que de elevación continuada del nivel general de precios tiene, ha sido estudiado desde diversos puntos de vista desde que el dinero fue utilizado como medida de intercambio, y aún antes si se considera la inflación con un criterio amplio, atendiendo a la modificación de los valores relativos de los bienes económicos que todo proceso inflacionario lleva aparejado. Pero si su estudio es antiguo no por ello se ha llegado a un acuerdo sobre sus características y sus causas, ni tan siquiera sobre sus efectos. En consecuencia, lo que se pretende en este primer capítulo del presente trabajo doctoral no es terminar con una polémica sino dejar claro desde un principio cual es el concepto de inflación aplicado y la opinión, que no de otra forma puede definirse, sobre las distintas clases de inflación.

Así pues, una definición de inflación que podría ser generalmente aceptada, aunque criticada por su superficialidad, sería: "La inflación es un proceso de persistente elevación del nivel general de precios, que suele afectar de forma desigual a

los diferentes bienes y agentes económicos que participan en la economía dando lugar, en consecuencia, a modificaciones de los precios y posiciones relativas que mantenían los mismos, respecto con la situación de partida".

En esta definición destacamos algunas características básicas de todo proceso inflacionario. Así consideramos la inflación como un proceso, lo cual nos indica que es un fenómeno dinámico, y por ello no debiera ser analizado desde un punto de vista estático. Además calificamos a dicho proceso de persistente, con lo que dejamos a un lado toda elevación del nivel general de precios que no se mantenga durante un periodo de tiempo (si bien sería difícil precisar cual debía de ser la magnitud del mismo). Asimismo, se hace referencia a que la elevación de los precios debe ir referida a su nivel general, no considerándose inflación a aquellos aumentos de precios que sólo afecten a un bien o grupo de bienes de forma aislada, si no que tal aumento de precios debe difundirse en toda la economía. Por último, se ha destacado que el efecto de esa elevación de precios va a ser distinto para cada uno de los grupos de bienes y agentes que participan en la economía, haciendo referencia a uno de los efectos más importantes, por la distorsión que introduce en la estructura de la economía, la alteración de los precios relativos de los bienes y las participaciones, a todos los niveles, de los agentes económicos que actúan en la misma.

Pero, como he indicado, no he querido incluir en la definición de inflación planteada las causas que la provocan, ya que en este punto las discrepancias de opinión son muy importantes, y la adopción de una u otra opción invalidaría, para muchos, todo intento de desarrollar un análisis en el que este concepto

tenga una importancia básica. Para el autor de este trabajo, lo intrínsecamente importante no es la causa que origina la inflación, sin que ello quiera decir que este aspecto carece de importancia, sino aquello que la inflación provoca, es decir, sus nocivos efectos, y ello me obliga a considerar lo que permite que la inflación perdure en el tiempo, con lo que sí que entraré en conflicto con algunas de las opiniones sobre la materia. Para decirlo de una manera simple, lo que me preocupa no es lo que da lugar a que un avión empiece a volar, tanto si es por que ha sido lanzado desde una altura considerable, como impulsado desde una rampa, si no lo que permite que el avión se mantenga en el aire pese a que las causas que lo impulsaron en un principio han desaparecido, es decir, la fuerza que lo hace seguir volando, el motor o las turbinas que proporcionan al mismo esa fuerza.

Clases de inflación

Sentada esta premisa creo que podemos analizar, aunque sea brevemente, las cuatro clases de inflación que podemos distinguir atendiendo a su causa:

* Inflación de Demanda

Por inflación de demanda se entiende aquel proceso de elevación de precios que tiene su causa en un aumento de la demanda efectiva de los agentes por encima del nivel de oferta de la economía, lo cual genera tensiones en los distintos mercados haciendo elevar sus precios respectivos, lo que se trasmite al conjunto de la economía, incrementando el nivel general de precios.

Siguiendo el planteamiento del profesor ROJO, "El nivel general de precios se mantiene relativamente estable hasta que la intensidad de la demanda efectiva lleva a la economía a la zona cercana al pleno empleo ...", los sucesivos incrementos de la demanda efectiva se traducen en elevaciones de precio por descenso en la productividad marginal del trabajo al aumentar el empleo o alzas de salarios. (1)

Considerando el exceso de la demanda efectiva como origen del proceso inflacionario, podría aceptarse que la inflación surgiese tan sólo en algunos mercados en los que ya se hubiese alcanzado el nivel de producción potencial a corto plazo de los bienes que se demandan, mientras que otros mercados presentase excesos de oferta para los que no existiese una demanda efectiva, con lo que junto a la inflación inducida por los mercados que presentan un exceso de demanda efectiva nos encontraríamos con una tendencia al desempleo en los mercados en los que predomine el exceso de oferta (explicando parcialmente el fenómeno de la estanflación al que más adelante se hará referencia).

En consecuencia, todo proceso inflacionario que tuviese por causa un exceso de demanda efectiva sólo podría ser atajado mediante un aumento de la oferta o una contención de la demanda (y la forma de lograr ambos objetivos hace referencia a la cuarta clase de inflación a la que vamos a hacer referencia, la monetaria).

* Inflación de Costes

Por inflación de costes debe entenderse aquella que se deriva de una elevación de los costos de producción que no tiene su origen en un incremento previo de la demanda que haya creado

expectativas de mayores ventas. Por lo tanto, dicha inflación se generaría ante los incrementos de los salarios de los trabajadores, de los beneficios de los empresarios, o de ambos.

Haciendo nuevamente referencia a la opinión del profesor ROJO podemos denominar inflaciones de costes, para diferenciarlos de los provocados como consecuencia de excesos de demanda a "... procesos alcistas generados por el lado de los costes (salarios monetarios y márgenes de beneficios". (2)

En ambos casos, podemos afirmar que un incremento de los costes monetarios sólo inducirán a un crecimiento en el nivel de precios si superan el crecimiento de la productividad en el periodo (lo que se puede comprender fácilmente comparando la participación total de los agentes en la economía, salarios más beneficios, con el valor de la producción total, precio por producción, y comprobar que, no considerando la participación de otros agentes, como el Estado y el Sector Exterior, un crecimiento de la productividad permitiría una elevación de los salarios y los márgenes de beneficios en la misma proporción, sin alterar el nivel de precios), ya que el aumento de producción con los mismos factores permitiría retribuirlos mejor.

La inflación de costes, por tanto, surgiría del intento de cada grupo económico, trabajadores y empresarios, o Estado (desde un punto de vista amplio), de mejorar su posición relativa en el reparto de la producción, exigiendo aumentos por encima de la productividad del periodo. Todo ello refleja la condición de "no competitivos" de los mercados en los que se desarrolla la producción, ante la existencia de grupos de colusión que van a tratar de influir, dada su mayor fuerza relativa, un su porcentaje de participación; los trabajadores, mediante su afiliación

a sindicatos o asociaciones profesionales, y los empresarios desarrollando prácticas oligopólicas que llevan a la administración de los precios, fijándolos al margen de la demanda. Ya John STUART MILL nos indicaba que, aunque no pueden existir dos precios de un bien en un mismo mercado, en los artículos más importantes, "el comercio al 'por mayor'" se halla sujeto a competencia ... pero el precio de venta "al detalle" parece sentir muy lentamente y de manera imperfecta, el efecto de la competencia y, cuando ésta existe en realidad, en lugar de rebajar los precios lo que hace a menudo es dividir las ganancias que producen los altos precios entre un mayor número de comerciantes" (3), lo que nos hace pensar en que, aunque no existiesen dichos grupos de influencia, el resultado no sería muy diferente. En definitiva, lo que se nos presenta aquí es la denominada "espiral salarios-precios", que debía ser denominada "espiral costes-precios", abandonando el juicio de valor implícito de cargar la responsabilidad del círculo vicioso en una sola de las partes, olvidando que en más de un caso la actuación de los empresarios ha sido más antieconómica (pero no irracional desde el punto de vista de los propios empresarios), que la de los trabajadores.

Para poder eliminar un proceso inflacionario que tuviese su causa en el incremento de los costes habría, por tanto, que reducir éstos hasta un nivel que fuese compatible con el aumento que experimente la productividad del periodo, y restringiendo las diferentes prácticas colusivas, de forma que no llegasen a buen fin las peticiones que trataran de mejorar la posición relativa de los agentes por encima de su productividad, lo cual puede ser aceptado si la posición relativa de partida se ajus-

tase a niveles tales que puedan ser considerados como equitativos (no iguales).

* Inflación estructural

Junto a las dos causas de inflación anteriores debemos considerar como un factor generador de procesos inflacionistas la propia estructura de cada economía en particular, ya que iguales estímulos en dos economías con diferente estructura económica darán lugar a efectos distintos. Así, una economía con una agricultura atrasada, una industria ineficiente, un excesivo gasto público que genere déficits continuos, con un comercio exterior muy dependiente, etc., presenta "cuellos de botella", desequilibrios coyunturales, que no pueden ser previstos ni separados de los estructurales, distorsiones en la información que proporcionan los propios datos económicos, etc. que pueden dar lugar, por sí solos, a que se desarrolle en un momento dado un proceso inflacionario cuyo origen no pueda explicarse realmente por excesos de demanda ni incrementos de costes por encima de la productividad, sino que responden a estímulos de otro tipo (por ejemplo, una respuesta a un incremento pasajero en el consumo junto a una caída de la inversión de similar magnitud, como consecuencia de un aumento del gasto público, que no constituya una elevación de la demanda efectiva pero se traduzca en incrementos de los precios, tanto de los bienes de consumo como de los de inversión por la deficiente información de los agentes al no conocer la composición de esta demanda; unos precios agrícolas fijados altos por el Gobierno, dentro de una política que garantice el nivel de renta de los agricultores)

Si bien la inflación estructural no tiene un carácter pro-

pio que la defina como una clase diferenciada de inflación, su presencia puede explicar, en algunos casos, la resistencia del nivel de inflación a las medidas dirigidas a corregirla, debiendo figurar separada de otros tipos de inflación (replante, galopante, hiperinflación, inflación contenida, reprimida, encubierta, etc.) que sólo suponen calificativos del fenómeno inflacionario.

* Inflación monetaria

Desde los primeros pasos del desarrollo de la economía los estudiosos del tema destacaron la relación existente entre el dinero en circulación y el nivel de precios. Podemos mencionar, aunque sólo sea a título de ejemplo, a los españoles MARTÍN DE AZPILCUEITA, que indica "... donde hay falta de dinero, todas las cosas vendibles, aún el trabajo de los hombres, se dan por menos dinero que donde hay abundancia de él" (4), y TOMÁS DE MERCADO, que deja clara la relación entre la cantidad de dinero, o metales preciosos, y el nivel de precios, al referirnos que "... los precios excesivos de las Indias se deben a la abundancia de metales y su poca estima" (5). Se adivina en ellos una Relación de la Cantidad de Dinero y los Precios, que supone la base de la Teoría Cuantitativa del Dinero, en la que la oferta monetaria es el factor clave para explicar la inflación. Volviendo a las opiniones del profesor ROJO "... una inflación no puede mantenerse indefinidamente sin un ritmo elevado de expansión monetaria que la financie, ni puede ser dominada sin una desaceleración monetaria más o menos intensa" (6). Milton FRIEDMAN reconoce que en el estado actual de la ciencia económica no es posible determinar en que medida afectan a la

renta real y a los precios las modificaciones de la oferta monetaria, pero considera que no hay relación empírica mejor comprobada que la que existe entre los crecimientos de la oferta monetaria y los crecimientos del nivel de precios. Todo ello, lleva a diversos autores a considerar a la inflación como una consecuencia de una expansión monetaria, por encima de las necesidades de financiación de la economía, y que aquella no podría existir sin que se produjese ésta. Luis Angel ROJO, inmediatamente después de ofrecer las definiciones de inflación de demanda e inflación de costes, que hemos referido anteriormente asevera "...para que una inflación de demanda se convierta en un proceso continuo es preciso que el exceso de demanda efectiva, en términos reales, se mantenga en el tiempo, a pesar del alza de precios, ... (y) ésto sólo es posible si las autoridades facilitan una expansión monetaria ..., si no la elevación del tipo de interés ... acabaría frenando la demanda efectiva en términos reales...", y "para que un proceso inflacionista iniciado por el lado de los costes persista, y no se agote en descensos de la producción y del empleo, las autoridades habrían de apoyarlo con un cierto grado de expansión monetaria" (7).

Esta idea, cada vez más extendida y discutida, lleva a pensar que la única clase de inflación existente es la inflación monetaria que se deriva del exceso de liquidez en la economía, y lleva a posiciones tan rígidas como la que mantiene Friedrich von HAYEK, quien defiende que "no hay inflación de costes"... ni los salarios más altos, ni la subida del precio del petróleo, ni las importaciones en general, pueden aumentar el precio agregado de todos los bienes, a no ser que se proporcione a

los compradores más dinero para adquirirlos" (8). Una opinión más moderada era la mantenida por John STUART MILL, quien afirmaba que "... sin embargo, es evidente que esos efectos - subida de precios por el aumento de la oferta de dinero - se producirían no por el simple aumento de la cantidad de dinero, sino por las circunstancias accesorias que lo acompañan - haciendo referencia a los incrementos de demanda que se financian con el dinero adicional- ...", si bien además afirma que "... los precios ... dependen de la cantidad de dinero en circulación..." (9).

Por tanto, el estudio de la inflación monetaria nos lleva a realizar, aunque sólo sea brevemente, un análisis de la Teoría Cuantitativa y del papel del dinero en la economía y su efecto directo sobre los precios. Para ello deberíamos remontarnos a los trabajos de Jean Bodin, que en 1.568 destacaba el aumento de precios que se producía como consecuencia de la disminución del contenido metálico de las monedas, y que al comparar los mayores precios con la cantidad efectiva de metal se comprobaba que no había existido variación real, concluyendo que el valor del dinero depende de la oferta del mismo, no de su contenido metálico o su denominación, si bien se ha atribuido, erróneamente, como nos indica Antonio ARGANDOÑA (10), la primera teoría cuantitativa a Bernardo DAVANZATI, quien en 1.588 relacionó los "stocks" de dinero y de bienes, determinando que el valor del dinero era una función inversa de su cantidad. Remontándonos en el tiempo encontramos tres versiones similares, aunque sutilmente diferentes, como nos indica Mark BLAUG (11), de la correlación entre precios y cantidad de dinero en circulación:

El enfoque de las transacciones, desarrollado por

Irving FISHER, en el que indicaba que el nivel de precios (P), en un periodo de tiempo determinado, depende directamente de la cantidad de dinero en circulación (M), de la velocidad-renta de circulación (V) de ese dinero (que se relaciona con el nivel de eficiencia existente en la economía) e inversamente del volumen de comercio (Y) que se realice durante el periodo considerado, lo que se representaba por la siguiente ecuación, que recibe distintos nombres, ecuación cuantitativa, ecuación de transacciones o ecuación de cambios, según sea el aspecto de la misma que se quiere destacar:

$$M \cdot V = P \cdot Y$$

Según esta ecuación, el nivel general de precios varía directamente con la oferta monetaria media si la velocidad-renta de circulación del dinero y la renta, en términos reales, que constituye el nivel de transacciones realizado, no varían. La velocidad de circulación del dinero va a depender de los hábitos de los agentes económicos (tendencias al atesoramiento, la sobriedad, la utilización del crédito comercial y de los medios de pago distintos del dinero efectivo, etc.), de la correspondencia temporal entre el flujo de cobros y pagos (frecuencia, regularidad, etc.), de la densidad y estructura de la población, y del sistema de transporte existente. El volumen de comercio, a su vez, dependerá de la distribución de los recursos, la división del trabajo existente, las técnicas productivas acumuladas, y el nivel de capital derivado de esa acumulación, así como de los gustos de los consumidores y de la propia estructura de la economía

(medios de transporte grado de libertad del comercio, funcionamiento del sistema financiero, nivel de confianza existente, etc.), con lo cual podríamos afirmar que no tienden a variar en un plazo corto de tiempo, pudiéndonos centrar en la supuesta relación directa entre los precios y la oferta monetaria.

Fisher en éste enfoque distingue entre unos efectos temporales frente a unos efectos permanentes o finales, indicando que la ecuación sólo sería válida en el equilibrio a largo plazo ya que una relación retrasada entre la tasa de interés y el nivel de precios permitiría que el nivel de comercio o transacciones influyera sobre la velocidad de circulación y la oferta de dinero.

Una variante de la ecuación cuantitativa es la denominada **ecuación del ingreso** o **ecuación de transacciones de Cambridge** que definiendo de distinto modo el nivel de transacciones y el índice de precios, introduce como variable la inversa de la tasa media de rotación del dinero en su intercambio por bienes (k), que supone una medida de la demanda de dinero ya que es la fracción del volumen monetario de transacciones que está representado por la cantidad de dinero demandada o retenida por los agentes para dicho fin. La ecuación de Cambridge referida sería la siguiente:

$$M = k \cdot P \cdot T \quad / \quad k = 1/V$$

Por tanto, se consiera al dinero como un simple medio de cambio, lo que vendría a ser modificado por los siguientes enfoques de la propia teoría, que mencionaremos a continuación, en los que ya aparece el dinero como una forma más

de mantener la riqueza, es decir, como un activo de la economía, dando lugar a funciones del mismo no contempladas en éste.

- El enfoque de los saldos en efectivo, que se centra en la demanda de dinero para transacciones, considerando que la oferta de dinero se determina de forma exógena, y cuyo desarrollo se debe a Aldred MARSHALL, Leon WALRAS y Knut WICKSELL, recogiendo las ideas de Williams PETTY. Sus ecuaciones son válidas sólo en una situación de equilibrio en la que la tasa de interés ha vuelto a su nivel anterior y la tasa de crecimiento de los precios se ha anulado. La ecuación representativa de este segundo enfoque sería:

$$D = \frac{1}{V} = \frac{M}{P.T}; \quad k = \frac{M}{P.T}$$

Su interpretación difiere según los diferentes autores, y así Marshall considera, siguiendo la pauta marcada por David HUME y CANTILLON, que existe un mecanismo directo que conecta el dinero y los precios, mientras que Wicksell estima que lo que sí existe es un mecanismo indirecto que conecta el dinero con los precios por medio del tipo de interés, siguiendo el criterio expuesto por TOOKE y THORNTON, quienes mantenían que la tasa de interés de mercado y el nivel de precios están positivamente relacionados, afirmando el segundo que la expansión del crédito sólo puede volverse efectiva a través de una reducción de la tasa de interés monetaria. En cuanto cesa la adición de crédito los precios se ajustan a la nueva magnitud del acervo monetario y la tasa de interés regresa a su nivel de equilibrio anterior, deter-

minado por la tasa de rendimiento del capital real (Keynes, posteriormente, analizando la denominada **Paradoja de Gibson**, indicaba como la *acumulación y el cambio técnico* tienden a modificar la tasa real independientemente de las fuerzas monetarias, quedando la tasa bancaria por detras de la tasa real)).

- El enfoque del ingreso, que encontramos en John Maynard KEYNES y A. C. PIGOU, en el cual el dinero se nos presenta como un activo más de la economía, como depósito de riqueza, debiendo, por tanto, tenerse en cuenta esta característica a la hora de establecer las relaciones entre las variables. Como consecuencia de ello, para Keynes, mientras que no se llegue al tope del pleno empleo, los cambios en el nivel de precios se subordinan a las fluctuaciones del producto real (si bien, una vez alcanzado dicho pleno empleo de los factores, su teoría no difiere de la mantenida por Wicksell), y, continua Keynes, aún así el efecto es indirecto, ya que el dinero no influye sobre el gasto total, el consumo o los precios como no sea a través de la tasa de interés. La inflación previa al pleno empleo, nos indica Keynes, estará más relacionada con el decrecimiento de la productividad del trabajo que con el incremento de la masa monetaria. Lógicamente, una vez alcanzado ese pleno empleo, posteriores aumentos de la demanda generan subidas de precio sin aumentos de renta real ni de empleo, llegándose a una inflación auténtica. Pigou, al introducir de forma explícita el concepto de velocidad-ingreso del dinero culmina la aportación de este enfoque, destacando la función que desarrolla

el dinero como un activo más de la economía, que constituye un depósito de riqueza como cualquier otro, si bien con las característica de liquidez absoluta (12).

Encontramos, por tanto, una discrepancia entre los autores monetaristas y los keynesianos, no en la expresión de la Teoría Cuantitativa, que en definitiva lo que indica es una igualdad entre la oferta y demanda de dinero, sino en la importancia que cada una de las variables tiene dentro de esa relación, así como en la definición de las variables que participan en ella.

Para los monetaristas, o neocuantitativistas, es la oferta monetaria la variable clave, determinante, y activa de la inflación, existiendo una clara evolución en diferentes aspectos. Así, se pasa de considerar la oferta monetaria como una variable totalmente exógena a admitir que puede ser influida por los movimientos de la renta y el nivel de precios, y asimismo se admite que la preferencia por la liquidez de una economía no es constante, si no meramente una función estable de las variables de la que depende (principalmente, la renta del individuo que mantiene la liquidez -con todas las variables que la afectan-, y el coste que tiene para el individuo mantener esa liquidez, es decir, su coste de oportunidad), y que al estar en una situación que no sea de pleno empleo los cambios en la oferta monetaria van a afectar a la vez a la renta y a los precios, si bien predominarán los efectos-precio sobre los efectos-cantidad (recordemos la opinión de Friedman ya citada, de que en el estado actual de la ciencia económica no es posible determinar en que medida afectan a la renta real y a los precios las modificaciones de la oferta monetaria).

Para los keynesianos, por el contrario, la oferta monetaria

es una variable de importancia secundaria, si bien su valoración no es unánime ya que si un keynesianismo extremo considera a la oferta monetaria como una variable endógena, pasiva y totalmente adaptable a los movimientos de la renta real y de los precios, otros autores admiten que los crecimientos de la oferta monetaria, aunque no son una condición suficiente para generar un proceso inflacionario, si constituyen una condición necesaria para que el mismo se desarrolle, es decir, la expansión monetaria permite su permanencia en el tiempo, pero no es la causa del proceso.

Podemos, finalmente, plantear una idea un tanto ecléctica respecto de la inflación, y sus causas, que es la mantenida por el autor del presente trabajo doctoral. Si volvemos al ejemplo citado al principio de este capítulo, se puede identificar la inflación de demanda con el lanzamiento del avión desde una altura, que origina que vuele, asimilaremos la inflación de costes con el impulso del mismo desde una rampa de lanzamiento, que también da lugar a que el avión vuele, por lo que en ambos casos se puede hablar de las causas del fenómeno, pero reservamos a la inflación monetaria la condición de motor o combustible del avión, que va a permitir que el vuelo se prolongue en el tiempo, y no se agote al desaparecer las causas iniciales que lo provocaron. La inflación estructural en este ejemplo, tal vez demasiado simple, sería el tipo de avión utilizado, su forma, su composición, que le permitirían mantenerse en el aire más o menos tiempo, según fuesen, con independencia de los impulsos recibidos, y de distinta forma según varien sus características.

En definitiva, podemos afirmar que la inflación es un pro-

ceso continuado de elevación del nivel general de precios, que resulta del intento de mantener o hacer crecer la renta real o el gasto total a un nivel que ha llegado a ser físicamente imposible para lo cual se incrementa la oferta monetaria en el nivel necesario para que esta situación perdure en el tiempo.

Efectos y costes de la inflación.

Una situación inflacionaria, cualquiera que sea la causa que supongamos que la genera, va a originar la alteración y la inestabilidad en los precios relativos existentes en la economía. Dado que los distintos bienes que constituyen el acervo económico de un país son enormemente heterogéneos, y esta heterogeneidad sólo puede salvarse valorándolos a sus precios monetarios, serán éstos los que nos proporcionen la información mínima necesaria para poder analizarlos y compararlos, estableciendo un sistema de precios relativos. La inflación afecta a ese esquema de magnitudes relativas y, ante su carácter continuo en el tiempo, no permite tampoco llegar a otra situación en la que establecer, de forma permanente, unas nuevas relaciones válidas y estables. Por lo tanto, durante un periodo inflacionista, las decisiones que se adopten, sean del tipo que sean se tienen que basar en un conocimiento concreto de la situación relativa de cada bien en el momento concreto de tomarla, lo cual ya resulta bastante difícil en condiciones de estabilidad, pero aún así no podemos afirmar que la decisión adoptada sea la adecuada, pues desconocemos la evolución de la inflación y la situación relativa que se alcanzará en un futuro próximo. La expresión de la inflación mediante unos índices de precios (al consumo, como deflactor del PNB, etc.), no dejan de ser aproxi-

maciones al fenómeno real, y la información que proporcionan al conjunto de la economía, aún suponiendo que sea exacta, corresponde a periodos pasados y, respecto al futuro sólo permite la formación de expectativas, más o menos perfectas, sobre la evolución que se producirá. Como indica Friedrich A. HAYEK (13), "... (existe una) creencia errónea de que los cambios monetarios sólo afectan al nivel general de precios ... Sin embargo, el daño real que causan se debe al efecto diferencial sobre los distintos precios ... se distorsiona la estructura de precios relativos y la producción se mueve en direcciones equivocadas".

La inflación, en definitiva, origina unos costes a la economía que la sufre y a los agentes económicos que la componen, que podemos dividir en dos tipos:

Costes Sociales que hacen referencia a la redistribución de la renta entre los diferentes grupos que componen la economía. Así la mejor capacidad de unos grupos para trasladar el efecto de la inflación a otros grupos, o el efecto que la inflación tiene sobre los distintos activos dan lugar a diferentes efectos sobre ellos. Por ejemplo, una mejor organización de los trabajadores y los empresarios que los pensionistas va a permitir que éstos últimos soporten, salvo que se tomen las medidas precisas para evitarlo, una mayor carga de la que de otro modo les correspondería. Una clase política que decida su propia retribución no se verá preocupada, personalmente, por el efecto inflacionista. Los acreedores verán como el valor de sus activos disminuye, en términos reales, a medida que la inflación aumenta,

mientras que los deudores ven mermada su deuda (si bien las deudas que se generen dentro del periodo inflacionista ya recogerán, de forma más o menos perfecta, la pérdida de valor real que van a sufrir los activos).

Costes económicos que reflejan, además de la vertiente económica de los costes sociales mencionados, los efectos negativos inducidos en las variables económicas. Así, se produce una redistribución de renta y riqueza que puede tener, y de hecho tiene, efectos negativos sobre la capacidad productiva y de acumulación existentes hasta entonces, ante la modificación de la asignación de recursos que provoca. Hay que realizar ajustes para tener en cuenta el tipo de interés real, ya que el el tipo nominal ya no constituye un buen indicador de la rentabilidad o costes reales. Y, naturalmente, destruye toda la información necesaria en la economía. Además, la inflación afecta a la posición relativa de cada país dentro de la economía mundial, precisamente por los distintos efectos que tiene sobre cada bien.

Pero, si bien los costes sociales de la inflación pudieran ser compensados durante un plazo de tiempo dilatado por el Estado, esto no es posible respecto a los costos económicos que se muestran de forma inapelable ya en el corto plazo, y que afectan a la posición de la economía con respecto a las demás economías existentes por lo que los efectos finales dependerán de la actitud que las mismas adopten. Si se intentase seguir, por ejemplo, una política keynesiana de expansión del gasto para paliar algunos de los problemas redistributivos generados por

la inflación, se producirían unos efectos indeseables a largo plazo (deseconomías, ineficiencias productivas, etc.) que el análisis a corto plazo en el que se basa la teoría keynesiana no permite que se manifiesten de forma total, y podría darse lugar, como de hecho ha sucedido, a situaciones más graves, que obligan a adoptar políticas más rígidas que las que hubieran sido necesarias en un principio, para eliminar el brote inflacionario inicial.

La Curva de Phillips y la estanflación.

Las autoridades monetarias suelen tener cuatro objetivos básicos (que se desglosan a su vez en una serie de objetivos secundarios, no por ello menos importantes), que podríamos resumir del siguiente modo:

- El logro de unos niveles de empleo y producción continuamente elevados.
- Alcanzar la tasa de crecimiento económico más alta posible.
- Mantener estable el nivel de precios interiores.
- Mantener un tipo de cambio estable, combinado con una protección efectiva del nivel de reservas internacionales.

Su reconocimiento como objetivos independientes conlleva la consideración de su importancia relativa, ya que como afirma el Informe Radcliffe, la compatibilidad de estos fines puede no producirse, y de hecho no suele existir, por lo que surge la necesidad de elegir y priorizar entre los mismos intentando, de hecho, alcanzar todos ellos, aunque eso sea imposible ya que es

conocido que uno de los principales inconvenientes que se presentan en la economía cuando se intenta solucionar algún problema es comprobar que el objetivo que nos proponemos alcanzar es incompatible, total o parcialmente, con otros objetivos igual de importantes y deseables. Así, en lo que se refiere al problema de la inflación, cuando intentamos reducir el crecimiento de los precios observamos como afectamos de forma negativa al crecimiento de la economía y, a través de ello, al empleo y la utilización plena de los factores, vemos como se introducen problemas en la financiación de los proyectos de inversión y como nuestra tasa de cobertura del comercio exterior se ve afectada; e igualmente difícil resulta llevar a cabo proyectos para mejorar la distribución de la renta y la riqueza, sin perjudicar al objetivo de reducir la inflación. Por todo ello, se deberán adoptar las medidas de política económica necesarias para alcanzar el mayor número de objetivos posibles de la forma más eficaz posible, es decir, adoptar medidas que maximicen la eficiencia y la eficacia en el uso de los recursos que a ellas se destinen. Pero, si recordamos el Principio de Tinbergen (que determinaba que para lograr un número determinado de objetivos independientes será preciso utilizar, al menos, un número igual de instrumentos independientes) conseguir el conjunto de medidas eficientes y eficaces, para objetivos incompatibles, resulta bastante difícil, al ser limitada la variedad de medidas independientes que se pueden adoptar.

Uno de los objetivos que no es posible alcanzar, si se pretende reducir la inflación, es el pleno empleo de los factores, si se parte de una situación de subempleo de los mismos, si bien los trabajos de A. W. PHILLIPS parecían haber proporciona-

do la forma de establecer una relación estable entre las tasas de crecimiento de los precios (por su relación con los salarios monetarios) y los porcentajes de desempleo.

Efectivamente, A. W. Phillips escribió, en 1.958, un artículo titulado "La relación entre el desempleo y el ritmo de variación de los salarios monetarios en el Reino Unido, 1.862-1.957", en el que se establecía una relación estable, con un índice de correlación muy elevado durante el periodo considerado, entre la tasa de crecimiento de los salarios monetarios y el porcentaje de desempleo.

Esta primera y sencilla relación, y su ampliación a la tasa de crecimiento de los precios, fue denominada con el nombre de Teoría de la disyuntiva de inflación, y su representación gráfica con el de Curva de Phillips, y en ellas se creyó encontrar la relación que completaba la teoría keynesiana, y permitía la supresión de la Curva de Oferta Agregada, que relacionaba en los modelos macroeconómicos los precios con el nivel de producción real, es decir, iba a permitir abandonar una relación que parecía más adecuada para observar los fenómenos desde el vértice de la oferta, por lo tanto, desde un punto de vista "clásico" mejor que desde el punto de vista de la demanda, que era la referencia del esquema keynesiano. Ambas visiones e instrumentos no eran, ni son, incompatibles, pero sí eran más o menos adaptables a los resultados que se intentaban lograr.

En definitiva, una visión apresurada de la Curva de Phillips por parte de muchos economistas, y no menos políticos, les llevó a establecer, o proponer, medidas de política económica basadas en esta relación "estable" entre la tasa de crecimiento de los precios y el nivel de desempleo, de forma que se

buscase un determinado objetivo para una de las dos variables, deduciendo el valor de la otra. Sin embargo, no fueron pocos los economistas que decidieron realizar un estudio detenido de la citada relación. Así R.G. LIPSEY intentó establecer la correlación entre las tasas de desempleo y de incremento de salarios contenida en la Curva de Phillips, presentando el salario como el precio de la fuerza de trabajo (debiendo explicarse sus aumentos dentro del comportamiento de mercado de trabajo), por lo que los incrementos del mismo se deberán necesariamente a la existencia de excesos de demanda de trabajo. Añadió Lipsey que la tasa de crecimiento de los salarios será una función lineal creciente de la diferencia, o desequilibrio, entre la demanda y la oferta de trabajo. La combinación de ambas relaciones nos daría la explicación de la Curva de Phillips.

Pero mientras la relación entre la tasa de variación de los salarios monetarios y la diferencia relativa entre la oferta y la demanda de trabajo es lineal, no lo es la relación con el porcentaje de desempleo, ya que a medida que se incrementa (o disminuye) la demanda, incrementándose (o reduciéndose) con ello la diferencia relativa entre ella y la oferta de trabajo, el desempleo se reducirá pero cada vez en menor proporción, ya que existe un tiempo mínimo para que los desempleados encuentren la vacante apropiada y la posibilidad de que los empresarios coloquen a los trabajadores que les son necesarios. Por lo tanto, el porcentaje de salarios monetarios se reducirá (o aumentará) menos que proporcionalmente ante los aumentos (o descensos) de los diferenciales de oferta y demanda de trabajo, y harán necesarios incrementos cada vez mayores de la demanda (o incrementos de la oferta) para reducir (o aumentar) unidades

marginales de desempleo.

Todo esto refleja que la relación exceso de demanda-nivel de empleo depende del número de trabajadores que deseen cambiar de empleo y, junto a ello, el tiempo que haya transcurrido desde el momento que transcurre desde un empleo y otro, variables que como bien indica Edmond MALINVAUD (14), deben tenerse más en cuenta dentro del problema del desempleo del que se les dió al principio de la crisis de los años setenta y ochenta. Los costes que supone abandonar un empleo, que van aumentando a medida que aumenta el período de espera, los cambios en la composición de la demanda, y las alteraciones que experimenta el mercado de trabajo y su distribución, son factores que, al influir de forma importante en el mercado de trabajo, alteran la relación, supuestamente estable, entre las variables mencionadas.

A todo lo anterior hemos de añadir que la Curva de Phillips inicial establecía la relación entre los niveles de desempleo y la tasa de variación de los salarios monetarios, lo que no resulta fácilmente aceptable, ya que es más lógico que sean los salarios reales, y no los monetarios, los que se vean afectados por las variaciones de la demanda de trabajo, lo contrario sería admitir que los trabajadores presentan una absoluta ilusión monetaria, lo que cada vez es más patente que no se cumple, a nivel general. Considerar los salarios reales dentro de la relación de la Curva de Phillips nos lleva a introducir otra variable en el análisis, las expectativas de inflación, de forma que, ahora, la tasa de crecimiento de los salarios monetarios será función del porcentaje de paro más la tasa esperada de crecimiento de inflación. La formación de las expectativas

de los agentes nos llevaría a nuevos análisis sobre la Curva de Phillips, como veremos a continuación, así como la consideración de la productividad del trabajo introduce otra variable que va a permitir desplazamientos de la Curva de Phillips. En definitiva, la Curva de Phillips no representa una relación tan estable como se creía en un principio, y tiende a desplazarse a medida que se producen alteraciones en las variables que hemos mencionado. La disyuntiva entre el desempleo y la inflación se mantendrá estable, como indica Paul A. SAMUELSON (15), sólo en la medida en que la tasa de inflación tendencial no varíe. Sin embargo, cuando ésta última cambia, la curva de Phillips a corto plazo se desplaza. A cada nivel de desempleo corresponderán, en consecuencia, tantas tasas de variación del salario monetario como tasas de inflación esperadas existan, es decir, existirán tantas curvas de Phillips como tasas de inflación esperada tengamos. Y una vez que la inflación observada supera su tasa tendencial, el proceso tiene su continuidad en nuevos desplazamientos a medida que los agentes adaptan sus expectativas a la nueva situación, no deteniéndose hasta que la tasa tendencial de inflación se ajuste a la nueva realidad, continuando en el tiempo, por tanto, mientras que se produzcan actuaciones que impidan que dicha adaptación se realice. Según se mantenga una postura u otra sobre el comportamiento de los precios y como se forman las expectativas de los agentes, encontramos tres conclusiones principales sobre la relación existente entre desempleo e inflación: la teoría aceleracionista, la teoría de la unicidad de la solución y la hipótesis de neutralidad.

La Teoría Aceleracionista, defendida por Edmund PHELPS y Milton FRIEDMAN, sostiene que la curva de Phillips es un fenó-

meno a corto plazo que está fundamentalmente basado en la ilusión de la inflación no anticipada. En el largo plazo la curva de Phillips es vertical a una tasa de desempleo denominada tasa natural de desempleo. Cuando la tasa de desempleo sea inferior (superior) a ese nivel "natural" las tasas de salarios monetarios y precios, serán superiores (inferiores) a la tasa de inflación esperada, con lo que la variación de la inflación esperada en el tiempo será positiva (negativa). Cualquier intento de las autoridades de reducir el desempleo por debajo de la citada tasa estimulando la oferta monetaria provoca desplazamientos de la curva de Phillips a corto plazo que llevan a una situación en el largo plazo en la que el nivel de desempleo es el mismo que el existente al inicio -la tasa natural- pero con un nivel de inflación mayor. Para mantener el desempleo por debajo de dicha tasa natural las autoridades se verán obligadas a estimular constantemente la economía y "acelerar" la tasa de inflación.

La Teoría de la Unicidad de la Solución, que es una conclusión de análisis anterior, determina que existe un único nivel de desempleo al que los precios no evolucionan explosivamente, bien en sentido creciente o decreciente. A ese nivel de desempleo se le denomina tasa de desempleo no aceleradora de la inflación, que será aquel para el que el nivel de inflación real y esperada coincidan. Así, aunque se produzca un intercambio temporal entre desempleo e inflación, no existe tal intercambio de forma permanente. Como indica Miltiades CHACHOLIADES (16), la economía puede operar a una tasa de inflación constante, sin aceleraciones o deceleraciones, solamente si la tasa de paro

coincide con la tasa "natural", es decir, si la economía opera a lo largo de la curva vertical de Phillips, a largo plazo.

La Hipótesis de la Neutralidad, por último, defiende que la tasa natural de paro es compatible con cualquier tasa anticipada y real de inflación, ya que simplemente se exige que ambas coincidan. El proceso inflacionario nacerá por la creación de expectativas que diferencien la inflación esperada con la real, lo que dependerá del "grado de racionalidad" de los agentes económicos, es decir, de la capacidad que éstos tengan para adoptar rápidamente las expectativas a los cambios acaecidos en el mundo real.

Dos son los determinantes, con independencia de otras consideraciones, para que una política restrictiva, generadora de desempleo, dirigida a reducir la inflación, tenga un mayor o menor coste, en términos del propio desempleo. Que exista una alta racionalidad de los agentes económicos y que predominen las reacciones-precio sobre las reacciones-cantidad en la economía, de forma que exista una gran flexibilidad la baja de la tasa de crecimiento de los precios (y de los salarios) ante reducciones de la demanda agregada, es decir, que se cumplan los presupuestos neoclásicos sobre los keynesianos dentro de la economía. Este predominio de una u otra reacción se traduce, dentro del análisis de la curva de Phillips que estoy realizando, en un valor distinto de la pendiente negativa de dicha curva, ya que el que una curva de Phillips tenga una pendiente negativa alta o baja dependerá de que en la economía predominen las reacciones precio o las reacciones cantidad. Dado que al aplicar una política restrictiva, que reduce la demanda agregada, nos movemos hacia abajo y hacia la derecha a lo largo de

la Curva de Phillips, el valor de su pendiente en el punto en el que nos encontremos tiene una gran importancia sobre los efectos de la política adoptada.

En la curva de Phillips sencilla, los trabajadores no trasladan a los salarios la inflación esperada, bien por no serles posible o bien por no tener expectativas de inflación, aunque ésta exista. En la curva vertical de Friedman-Phelps se produce un traslado total de la inflación esperada a los salarios con lo que se origina una inflación infinita, al no estabilizarse nunca el proceso inflacionario, siendo la inflación superior en cada periodo, respecto al anterior. Bastará para ello que la diferencia entre los salarios (que estará influida por el nivel de desempleo existente en la economía) y la tasa de variación de la productividad media del trabajo sea positiva, es decir, que el desempleo sea tan bajo (o el nivel de ocupación tan elevado) que los incrementos porcentuales de los salarios superan a la tasa de crecimiento de la productividad media del trabajo, produciéndose tasas positivas del crecimiento del nivel de precios que se mantienen en el tiempo. Una situación intermedia sería la que nos proporciona la Curva de Solow, en la que la pendiente de la curva se encuentra entre las dos situaciones anteriores, y la posibilidad de traslación de la inflación a los salarios es mayor que en el caso de la Curva de Phillips sencilla, pero no es infinita ya que la tasa de incremento de los salarios (en función del nivel de desempleo) es mayor que la tasa de productividad media del trabajo, lo que provoca aumento en los precios que formarán expectativas de inflación y desplazarán la Curva de Phillips, de forma que la inflación será creciente, pero su crecimiento será convergente con lo que

el mismo será menor en cada periodo hasta que se anule y la inflación se estabilice, siempre y cuando no existan nuevas alteraciones en la economía (ver gráfico 1).

Si a todo lo anterior añadimos el problema de la estanflación, que llevaría a considerar la posibilidad de una curva de Phillips de pendiente positiva, al crecer simultáneamente la inflación y el desempleo, podemos afirmar que la teoría de la Curva de Phillips sencilla, en la que se establecía una relación de carácter inverso, estable y permanente entre las dos variables no resulta realista. La teoría de la tasa natural de desempleo, que se obtuvo al profundizar en el estudio de la misma, resulta demasiado imprecisa, y en ella encontramos el problema del concepto equivoco del "largo plazo", que sólo puede entenderse como punto de referencia hacia el que la economía tendería, sin que se pueda determinar el tiempo necesario para alcanzarlo, aun suponiendo que entre el periodo considerado y aquel en el que se alcanzase tal situación no se produjeran nuevos cambios en las condiciones y variables relevantes consideradas.

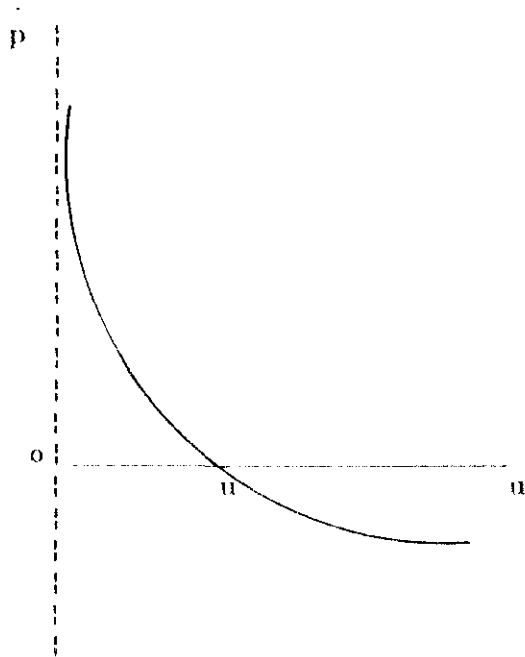
Una tercera aproximación al análisis de la inflación sería considerar la existencia de una tasa de crecimiento no aceleradora de la inflación, como defiende Alberto ALONSO (17), introduciendo en el análisis las variaciones que se producen no sólo en el nivel de empleo, si no también las que se generan en el grado de utilización de la capacidad productiva y en la relación real de intercambio, en un intento de acercar más a la realidad el análisis que se realiza.

Finalmente, debemos tener en cuenta que las dificultades que pudieran surgir en la utilización de las curvas de Phillips

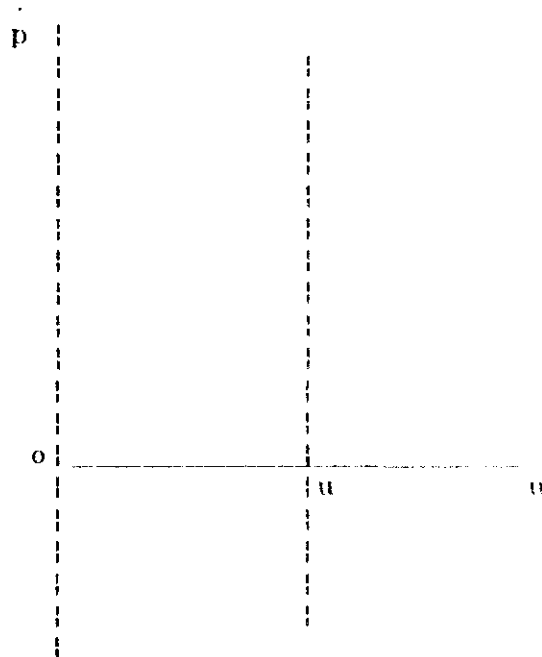
GRAFICO 1

CURVAS DE PHILLIPS

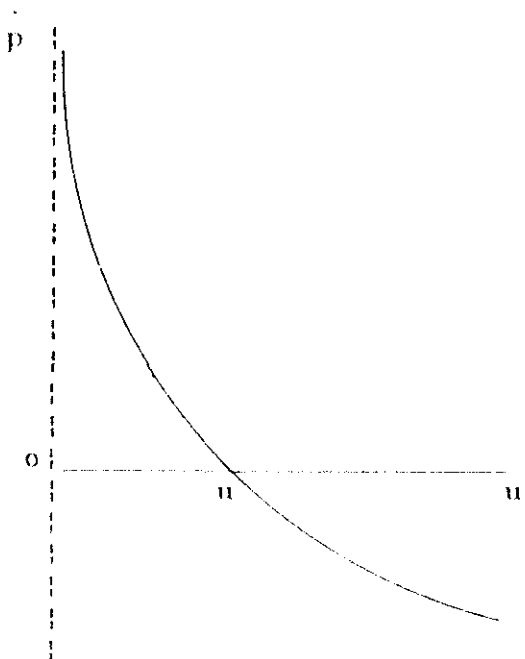
CURVA DE PHILLIPS SENCILLA



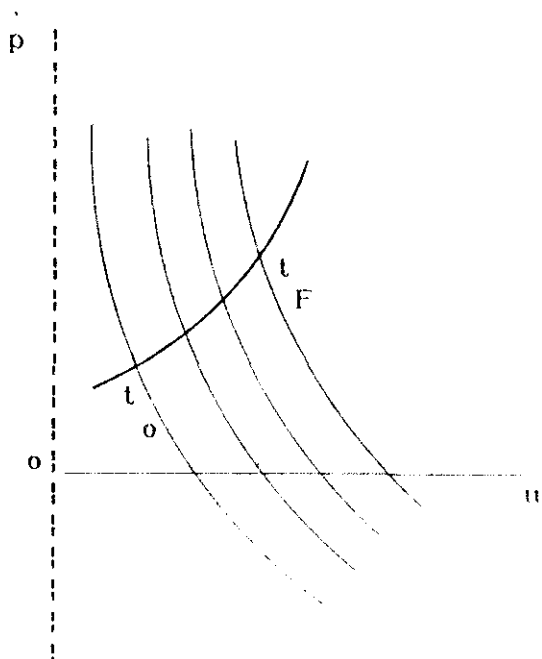
CURVA DE FRIEDMAN-PHELPS



CURVA DE SOLOW



CURVA DE PHILLIPS DE
PENDIENTE POSITIVA



en el análisis de la inflación se incrementarán de forma importante si pretendemos aplicar la misma a varios países, ya que habría que analizar cuales son las diferencias de las mismas en los distintos países y las causas de esas diferencias, así como las medidas dirigidas a reducirlas para eliminar los obstáculos que el diferencial de inflación presenta para el objetivo de formar una unión monetaria, al cual va dirigido el presente trabajo. Como destaca María Josefa MOLINA (18), a corto plazo, las curvas difieren según los países, tanto por su relación respecto al origen (que determinará ritmos diferentes de inflación, asociados a diferentes niveles de desempleo), como consecuencia de los distintos sistemas de relaciones industriales, organización sindical, estructura productiva, etc., como por su mayor o menor pendiente. Pero, como asimismo nos indica "... aún en el caso de que las curvas de Phillips en dos países fueran idénticas, no es fácil que las relaciones paro-inflación fuesen iguales, ya que los ritmos de crecimiento de las productividades son distintas, como consecuencia de ritmos distintos de progreso tecnológico, o por que el ritmo de crecimiento de los salarios actúe de forma diferente sobre los precios ..." (lo que nos llevaría a considerar el sistema de formación de precios en cada una de las economías consideradas), "Esto último puede ser resultado, a su vez, de diferencias no sólo en el mercado de factores sino también en el de bienes y servicios. ... Por último, conviene añadir a lo anterior un elemento más de desigualdad entre países: el punto de la Curva de Phillips en el que cada uno quiere situarse y que, como es lógico, no tiene por qué ser el mismo, ya que las preferencias de las diferentes comunidades pueden diferir, y de hecho lo harán, cuan-

do se trate de escoger la combinación inflación-paro más adecuada".

Esta visión internacional del problema de la inflación nos lleva a considerar el fenómeno desde una perspectiva multinacional y hacer referencia, aunque sea brevemente, al proceso de inflación creciente que la economía mundial experimentó a lo largo de la década de los setenta, y cuyas consecuencias aún continúan latentes en la actualidad.

Efectivamente, un proceso continuado de elevación de los precios de las materias primas había tenido sus comienzos en los desequilibrios económico-sociales de finales de los sesenta, y tuvo su concreción en la elevación del precio de los productos petrolíferos que, tras pasar por un mínimo en el año 1.970, se vieron pronto conducidos a una continua elevación que no finalizaría totalmente hasta que no se comenzase una nueva década, primero de una forma moderada, con las elevaciones de precios nacidas de los Acuerdos de Teherán y Trípoli, en 1.970 y 1.971, respectivamente, y posteriormente de forma drástica debido al embargo de 1.973, como consecuencia de la cuarta guerra árabe-israelí en octubre de ése último año. Dos días después del ataque egipcio contra Israel, es decir, el 8 de octubre de 1.973, se reunieron los países árabes que pertenecían a la OPEP (organización creada en Bagdad, en septiembre de 1.960, dirigida a crear un "cártel" que mantuviese el precio de las materias primas derivadas del petróleo), y exigieron a las empresas petrolíferas la elevación de los precios de referencia de 3 a 5 dólares por barril. Al solicitar estas empresas petrolíferas tiempo para tomar dicha medida, los países productores citados decidieron elevarlos unilateralmente. Tan sólo dos me-

ses después, ante la aceptación que su primera medida de fuerza había tenido, decidieron volver a incrementar dicho precio de 5 a 10 dólares. Esta primera crisis petrolífera originó, junto a una caída importante y generalizada del ritmo de crecimiento económico, entre 1974 y 1.976, fecha en que se experimentó una cierta reactivación de la economía mundial, una aceleración de la tasa de inflación y se alteró la relación inversa que habían mantenido la inflación y el desempleo hasta entonces. Pese a todo, el crecimiento parecía ser seguro en 1.978, cuando se inició la segunda crisis petrolífera, derivada de una política no ya de un fuerte incremento de los precios, si no de una restricción considerable de la oferta, cuyos efectos fueron aún más profundos, y que derivó en una crisis financiera que todavía no todos los países han superado.

Pero, junto a todo este "shock" de oferta, derivado el incremento de los precios y restricción de la cantidad ofertada de materias primas petrolíferas, se produjo un proceso de desviación de rentas desde los países consumidores de petróleo hacia los productores de tal magnitud que difícilmente podía ser absorbido. El aumento de rentas, derivado del incremento del nivel de divisas de todos estos países productores, pronto tuvo un límite desde el gasto dentro de sus propias fronteras, por lo que rápidamente buscaron, de muy distintas maneras, una rentabilidad a esos mayores ingresos, dando lugar a un desplazamiento de liquidez hacia los países industrializados. Sin embargo, dada la crisis generada, y en una situación recesiva, tampoco los países occidentales eran capaces de absorber ese nivel de liquidez, y mucho menos cuando en todos se desarrollaba un proceso inflacionario que costaba mucho controlar para

que no fuese imparable. Así se tuvo que desviar hacia otros países que presentasen unas posibilidades de colocación mayores, es decir, hacia los países en vías de desarrollo, cuya capacidad de absorción de liquidez eran mucho más amplias. Para ello, no queriendo los países europeos y americanos, y en particular sus principales agentes financieros, perder los beneficios derivados de la colocación de ese nivel de liquidez se aprovechó un sistema de colocación de liquidez cuyo control escapaba a las autoridades monetarias de los distintos países, el mercado de eurodólares y eurobonos, que constituía un instrumento idóneo de colocación de fondos a corto plazo, y que consiste, en términos generales y de una forma aproximada, en un mercado fundamentalmente bancario y profesionalizado en el que las empresas, por lo general de gran tamaño, podían -y pueden- actuar como depositantes iniciales de los fondos o como prestatarios últimos, teniendo lugar una serie de operaciones intermedias en la que sólo participan bancos y entidades financieras importantes, todo ello con la característica principal de que el préstamo se efectúa en una moneda distinta de la del país en el que se realiza y, por tanto, este préstamo queda fuera del control de las autoridades emisoras de dicha moneda (si bien existen zonas de libre actuación con moneda nacional que se encuentran dentro del propio país, pero quedando fuera de la actuación de la autoridad monetaria). El mercado de eurodivisas (término más correcto que el utilizado de mercado de eurodólares) atrae fondos al ofrecer tipos de interés más altos que los mercados monetarios respectivos de las diferentes monedas empleadas y, en los últimos años, pese a ser un mercado a corto plazo, una parte sustancial del mercado se ha ido desplazando

al medio plazo, y de la financiación comercial a la de naturaleza financiera, siendo necesario establecer un sistema de tipos de interés renovables, que van ajustandose con una cierta periodicidad a la evolución del mercado. A este mercado se sumó el mercado de eurobonos, desarrollado al margen de las restricciones impuestas en los mercados nacionales.

Dado el volumen de liquidez existente en un principio los créditos concedidos fueron muy elevados, lo que se tradujo en un incremento considerable del nivel de endeudamiento de los países en desarrollo, que al reducirse la oferta de créditos y aumentar los tipos de interés (que, como he indicado, no eran fijos) daría lugar al problema de la deuda, cuya solución no ha llegado todavía, si bien se han adoptado las medidas necesarias para que este problema no degenera (al menos en un plazo corto) en una quiebra total del sistema financiero mundial.

Pero, desde el punto de vista que estamos considerando, el fuerte incremento de la liquidez internacional se tradujo en un incremento de la inflación a nivel mundial que agravaría el proceso inflacionista generado por el "shock" de oferta (derivado de un aumento de los costes, primero, y un desequilibrio de la demanda, respecto a una oferta decreciente, después), y permitió que la misma no sólo creciera sino que perdurase en el tiempo.

Naturalmente, una vez más, las alteraciones de las posiciones relativas existentes antes de la crisis fueron el principal efecto negativo del proceso inflacionario, y su influencia más nefasta se produjo en aquellos países cuya capacidad exportadora era muy limitada, y restringida a pocos productos, pero que dependían de forma importante de las importaciones y no eran

productores de petróleo. Es decir, que fueron los países en desarrollo no productores de petróleo, más que los países industrializados (que, si bien sufrieron directamente los efectos de la crisis en una primera etapa, pudieron trasladar a otros países, en mayor o menor medida, el incremento de los costes), los que se vieron doblemente afectados por la crisis, al presentar grandes rigideces en su demanda de bienes importados a los países industriales, necesarios para su desarrollo, y exportar por el contrario, bienes de demanda muy elástica (materias primas alimenticias, mineras, etc. con importantes bienes sustitutivos, principalmente). A todo ello se sumaría el problema del creciente nivel de endeudamiento, en condiciones cada vez más onerosas.

En definitiva, el proceso inflacionario ha sido más evidente en estos países en desarrollo en los que el control del nivel de oferta monetaria es muy difícil, al no disponer las autoridades monetarias de los mecanismos precisos para llevarlo a cabo y en los que la contención de la demanda va aparejada a situaciones de desempleo masivo, en el contexto de una economía casi de subsistencia para la mayoría de la población, mientras que la oferta se ve limitada por la falta de incentivos internos, la incertidumbre y las prácticas especulativas derivadas de la inexistencia de una estructura empresarial y la presencia de unos hábitos sociales -de imitación del consumo, de ausencia de ahorro, etc. - arraigados a lo largo de muchos años. A todo ello se suma la imposibilidad de regular los costes al depender de forma importante de las importaciones para el desarrollo de su economía. Con independencia de otros efectos nocivos, el mayor incremento de los precios en un país con respecto a aque-

llos con los que comercia, o que compiten con él, origina una pérdida de competitividad, que pudiera ser medida a grandes rasgos por el diferencial de inflación entre el país considerado y aquellos otros países, lo que va a afectar a su balanza comercial, y si no puede ser compensada mediante la atracción de capitales, a su balanza de pagos, agudizándose aún más la crisis.

Concluyendo, aunque haría falta un análisis profundo de la inflación en los países en desarrollo, y en particular en los hispanoamericanos, lo cierto es que en los mismos se generó, en mayor o menor medida, un proceso de hiperinflación combinado con desempleo masivo de la mano de obra y la infrautilización de la capacidad productiva existente que hace imposible la elaboración de políticas dirigidas a solucionar uno sólo de los problemas sin originar tensiones sociales de gran magnitud, lo que viene a demostrar la necesidad de evitar que una economía alcance dichos niveles, y que se produzcan o faciliten las circunstancias que los propician, tomando las medidas precisas para que las mismas no se lleguen a presentar.

Soluciones al problema de la inflación

Como la mayoría de los procesos en la economía, la inflación presenta una serie de "frenos automáticos" que, si se les permite actuar libremente, tienden a reducir el desequilibrio producido, respecto a una supuesta situación de equilibrio inicial.

Al economista del siglo pasado Knut WICKSELL le debemos la exposición de cuatro de estos "frenos automáticos" de un proceso inflacionario:

- 1) El efecto de los saldos reales, o Efecto Pigou,

basado en el supuesto de que los agentes económicos disminuyen su flujo de gastos al considerar que el valor real del acervo de dinero es demasiado pequeño para sus necesidades.

Como nos indica Mark BLAUG (19) "...El efecto del saldo real trata de demostrar que el deseo del público de 'atesorar', con una oferta monetaria dada, no es constante independientemente del nivel de los precios y la tasa de interés.

2) La desviación de recursos, de consumidores a inversionistas, a través del ahorro forzado.

Que dependerá de la relación entre la propensión al consumo de los grupos de ingresos fijos respecto a la media, que si es mayor desplazará la función de consumo agregada hacia abajo, disminuyendo porcentualmente la parte destinada al consumo (de carácter inmediato), y con ello la presión sobre la demanda (al tener la inversión -generada por el mayor ahorro- unos efectos más diferidos respecto a la misma).

3) La -improbable- existencia de expectativas inelásticas, que llevaría a los agentes a posponer su gasto, al no esperar éstos que los precios continúen aumentando, y que supone, por tanto, que los agentes económicos presentan un cierto grado de "ilusión monetaria a la hora de tomar sus decisiones.

4) Los retrasos en los ajustes salariales.

Que permiten tanto disminuir los costes como

contener la demanda agregada, así como poder reducir la oferta monetaria más fácilmente, al producirse una disminución de los salarios reales, el menos temporalmente.

Asimismo, John Maynard KEYNES (20) destacó que un proceso inflacionario podía verse frenado por presentarse en la economía otros "frenos automáticos" diferentes a los anteriores (recibiendo el primero de ellos, posteriormente, su nombre) y cuya actuación permite que la economía tienda a converger hacia situaciones de estabilidad:

5) El Efecto Keynes, que se deriva del hecho de que un aumento de precios retrasado respecto a un aumento de la oferta monetaria elevará la tasa de interés al aumentar la demanda de efectivo para transacciones, lo que desalentará la inversión (y con ello la demanda agregada).

6) La existencia de estabilizadores automáticos en la economía, como pueden ser los impuestos, que se ven afectados de forma importante al producirse variaciones en la misma, afectándola de forma anticíclica.

Sin embargo, como nos indica Mark BLAUG (21), estos "frenos automáticos" a los procesos inflacionarios, que se han mencionado, raramente bastarán para eliminar una brecha inflacionaria. Por ello es necesaria la adopción de medidas de política económica dirigidas a combatir el incremento generalizado y continuo de los precios y las causas que lo producen, y a ellas se van a dedicar los últimos apartados de éste capítulo, si

bien, en el mismo se dejarán pendientes las consecuencias que las medidas expuestas van a tener sobre otras variables de la economía, y en particular sobre los tipos de interés y el equilibrio externo, ya que estos efectos se van a analizar de forma más detallada en el capítulo cuarto del presente trabajo doctoral, en el que se ponen de manifiesto las interrelaciones entre los precios, los tipos de interés y los tipos de cambio, estableciendo la disyuntiva entre equilibrio interno y externo, como objetivos diferenciados y, en la mayoría de los casos incompatibles, para lo cual estudiaremos con mayor detenimiento los problemas que la inflación introduce en la estructura de la balanza de pagos de un país y su tendencia a desequilibrarla, haciéndola más deficitaria, desde el punto de vista comercial, y obligando a la adopción de políticas dirigidas a atraer capitales, que compensen el desequilibrio, o a una pérdida de reservas imposible de mantener de forma indefinida.

La Política Monetaria

Una vez definida la inflación como un proceso que para perdurar en el tiempo debe ir acompañado de una permisividad por parte de las autoridades monetarias, en lo relativo a la financiación de las pretensiones de los distintos agentes económicos de mejorar su posición relativa en la economía, desplazando los efectos de la inflación a otros grupos, y permitir así que el mayor coste que pudiera originarse pueda ser asumido por ellos, es forzoso a la hora de hablar de las medidas dirigidas a combatir un fenómeno inflacionario que nos refiramos a la política monetaria, en sus diferentes facetas.

Por política monetaria entenderé toda acción de las autori-

dades económicas dirigida a alterar la relación existente entre la oferta y demanda de disponibilidades líquidas, o sus respectivas tendencias, es decir, dado que la demanda de las mismas la realizan los distintos agentes económicos, la política monetaria se concretará en actuaciones directas sobre la oferta de dichas disponibilidades líquidas e inducir modificaciones en el comportamiento de su demanda. Para ello, influirá bien en la cantidad existente en la economía, en su coste, o en la disponibilidad de dinero que permita acceder a las mismas, si consideramos desde un primer momento la diferencia que en el mundo real existe entre disponibilidades líquidas y dinero.

En definitiva, lo que se intenta es lograr alcanzar unos determinados objetivos finales, concretados en unos valores (en términos tendenciales) de la producción real, el nivel de empleo, la inflación, etc., actuando sobre variables intermedias, como son la oferta monetaria, el tipo de interés, el nivel de reservas y de crédito, mediante la utilización de una serie de variables "instrumento", que pueden ser alteradas por las autoridades monetarias de forma más fácil que las demás variables referidas, y que trasladan de forma rápida sus efectos a las mismas, y que en términos generales podemos resumir en las operaciones de mercado abierto, la modificación de la tasa de descuento y el establecimiento de coeficientes sobre los niveles de reservas bancarios.

Las facultades de las autoridades monetarias para actuar sobre estas variables le vienen dadas de las funciones que dentro de la economía tienen asignada, y en particular las derivadas de la actuación del banco central, que junto al monopolio en la emisión de billetes en la mayoría de los países, gestiona

el mecanismo de cobros y pagos del Estado, es decir, su tesorería y concede créditos tanto al propio Estado como a agentes privados y públicos, estableciendo a su vez las reglas de carácter general a las que se deben adaptar las empresas que actúan en los mercados financieros, así como la regulación del control de cambios, como veremos, igualmente, en el cuarto capítulo del presente trabajo.

El control de la oferta monetaria

El control del volumen de disponibilidades líquidas en la economía, o control de la oferta monetaria, va dirigido a limitar la misma al nivel necesario para que el comercio se desarrolle de forma fluida, pero sin que se generen tensiones que se traduzcan en alteraciones "no deseadas" de las variables reales. Alcanzar este objetivo de limitar la oferta monetaria de la economía (entendida en sentido amplio, que será el que utilizaremos, salvo indicación en contrario, a partir de este momento) tiene, como paso, previo el control de la base monetaria, punto de partida de la misma, es decir, del conjunto de dinero legal en efectivo en manos de los distintos agentes económicos y de las reservas bancarias que los intermediarios financieros mantienen, bien por la necesidad de establecer un nivel de liquidez mínimo para hacer frente a sus operaciones, o bien por la obligación de mantenerlas, que les impone la autoridad monetaria.

La base monetaria se genera por cuatro vías o motivos:

* Los créditos que el banco central concede a los intermediarios financieros, y en especial a las en-

tidades bancarias.

* Las operaciones de mercado abierto que realiza la autoridad monetaria, es decir, la compra-venta de activos por parte del Estado, a través de alguno de sus organismos, que permite la inyección de liquidez, o su detracción, al sistema financiero.

* Los créditos que el banco central concede al Estado para financiar los déficits del sector público.

* Los resultados de las operaciones del sector exterior, por la diferencia entre los cambios de las distintas divisas respecto a la moneda nacional, incrementándose la base monetaria como consecuencia de los superavits del saldo de la balanza de pagos, y disminuyendo con los déficits.

Atendiendo a esta clasificación, un tanto escueta, de los componentes de la base monetaria, deberemos distinguir, como nos indica Luis Angel ROJO (22), entre base monetaria autónoma, que será aquella que se genere por operaciones del sector exterior y que surja por el recurso al banco central para la financiación de los déficits públicos que se produzcan, siendo, por tanto, independiente de la voluntad de la autoridad monetaria (que desea financiar el déficit, pero no el incremento de liquidez, y sobretodo sus efectos, que esa necesidad lleva aparejada). Entenderemos por base monetaria no autónoma toda aquella cuya creación dependa de dicha voluntad. El control de la oferta monetaria por parte de las autoridades económicas exige

la actuación directa sobre la base monetaria no autónoma y la intervención indirecta sobre la base monetaria autónoma, mediante instrumentos que influyan en aquellas variables de las que dependen los factores que provocan los desequilibrios público y externo que obligan a incrementar (o disminuir) la oferta monetaria para neutralizarlos.

Junto a la actuación directa de las autoridades monetarias, éstas se pueden servir de su influencia en el mercado financiero, o su posición de poder dentro del mismo, para influir en el nivel de liquidez del sistema. Los sistemas de este tipo más comunes son:

- La fijación de coeficientes de reservas bancarias en niveles distintos a los necesarios para hacer frente, con la seguridad requerida, a las operaciones de los intermediarios financieros, elevando los mismos cuando pretenda detraer liquidez al sistema, y reduciéndolos cuando se precise un volumen de liquidez superior.
- La determinación del volumen de crédito, bien mediante el control del crédito que el banco central concede a los intermediarios financieros, o bien presionando a éstos para que se adapten a los niveles que se les marque, bajo la "recomendación" de que, de no hacerlo, sería necesario modificar el nivel del crédito que se les concede, o aplicar mayores coeficientes, siempre y cuando lo que se pretenda sea reducir el nivel de crédito.

El control del tipo de interés

Pero frente al control del volumen de liquidez de la economía las autoridades monetarias pueden preferir controlar el "precio" de los activos que componen dicha liquidez, es decir, el tipo de interés.

Este control es posible, a su vez, tanto por las propias funciones del Estado, que veíamos al hablar del control del volumen de liquidez, como por la influencia o autoridad ejercida sobre los intermediarios financieros.

Atendiendo a sus propias funciones, el Estado puede emitir deuda pública para financiar los déficits que se derivan de la política económica efectuada, por los desajustes entre los gastos y los ingresos del Estado en un ejercicio (si lo que se produce es un mero desajuste entre la corriente de ingresos y pagos, con carácter meramente temporal, estando previsto un equilibrio entre ambos al final del ejercicio presupuestario, bastará con la solicitud de anticipos de tesorería al banco central -casi siempre - bajo ciertas limitaciones, que varían en el tiempo, y según los países de forma importante-). Esta deuda pública se ofrecerá a un determinado tipo de interés, en función del plazo y de las condiciones del mercado, que influirá sobre el tipo de interés del mismo, haciendo que tienda a aumentar si es superior al que existía, o que disminuya (si bien esto es más difícil) si lo que se hace es reducir la oferta de deuda, manteniéndose la demanda, y permitiendo que los agentes puedan -lo cual no quiere decir que vayan a hacerlo- ofrecer sus títulos a una remuneración menor, al disminuir la competencia.

Otra forma de influir sobre los tipos de interés es afectar a la cantidad de liquidez, mediante los sistemas que se han mencionado en el apartado anterior.

Sin embargo, lo que no es factible es controlar simultáneamente el volumen de liquidez y su retribución, siendo imposible lograr que, durante un periodo de tiempo amplio, ambos se muevan en direcciones distintas de las que determinaría la libre actuación del mercado, es decir, que se reduzca la oferta monetaria, mediante cualquiera de los mecanismos contemplados, y al mismo tiempo se trate de disminuir los tipos de interés, o viceversa, lo que no ha impedido que, en determinados momentos, no haya faltado quien haya basado una política económica en tal actuación.

Si a todo esto añadimos los efectos que las operaciones con el exterior tienen tanto sobre la liquidez, mediante su influencia sobre la base monetaria, como sobre los tipos de interés, por la relación que los tipos externos e internos mantienen, y que veremos al analizar los tipos de cambio, la política monetaria, por sí sola, presenta insuficiencias en su eficacia y en su eficiencia que sólo mediante su combinación con otros tipos de medidas de política económica se pueden salvar.

La elección de la variable operativa por parte de las autoridades monetarias dependerá de las posibilidades que tenga a la hora de conocer sus valores (tanto desde el punto de vista de la exactitud de los mismos como de la rapidez en obtenerlos) y de operar sobre ella.

Sobre la eficacia de la política monetaria existen distintas opiniones que, nuevamente, podemos agrupar en dos posturas, la monetarista y la keynesiana, que a su vez difieren sobre la

variable intermedia más eficaz. Los monetaristas definen la cantidad de dinero como una variable exógena, que no depende del tipo de interés, realizándose una transmisión directa desde la oferta monetaria al gasto, siendo la cantidad de dinero la variable intermedia más eficaz de una política monetaria eficaz, a su vez. Los keynesianos, por el contrario, consideran que la cantidad de dinero depende también del tipo de interés, que es la variable más eficaz de una política monetaria en sí misma ineficaz para influir sobre el nivel de actividad de la economía. Frente a las dos posiciones extremas podemos plantear una opción intermedia que, sin embargo, no debe ocultar que la política monetaria, por sí sola, no puede ser eficaz cuando existen dos, o más, objetivos de política económica cuya obtención exige actuaciones en distintos sentidos.

Howard ELLIS consideró las limitaciones de la política monetaria desde tres puntos de vista distintos: Su efectividad, la deseabilidad de las formas en que actúa y la compatibilidad de los fines.

- Respecto a su efectividad, es decir, los efectos que la misma tiene sobre la producción real de bienes y servicios, sobre la renta y sobre los precios, encontró unas limitaciones de carácter general y otras específicas o institucionales.

Las limitaciones de carácter general a la efectividad de la política monetaria hacen referencia a tres tipos de problemas:

- * La elasticidad de la demanda y la oferta de capital respecto al tipo de interés, que ante la utilización de agregados monetarios como variables ins-

trumento ha perdido gran importancia.

* Las reacciones anormales del mercado, y en especial las derivadas de evolución de la velocidad-renta del dinero, que no pueden ser controladas por las autoridades monetarias (si bien la importancia de esta variable es muy discutida para la nueva corriente cuantitativista).

* Los desfases ("lags") en los efectos de la política monetaria, que Friedman considera lo suficientemente amplios y variables como para impedir a la política monetaria cumplir con su papel estabilizador, e incluso dar lugar a una intensificación de las fluctuaciones económicas. Siguiendo a Rüdiger DORNBUSCH y Stanley FISCHER (23), dichos retrasos pueden dividirse en internos, que serían los que se producen hasta que la autoridad monetaria decide adoptar las medidas oportunas, y que se concretarían en retrasos de reconocimiento del problema, decisión de afrontarlo y acción para solucionarlo, y externos, que contemplan el lapso de tiempo transcurrido hasta que dichas medidas, una vez adoptadas, ejercen sus efectos en la economía.

Las limitaciones institucionales a la efectividad de la política monetaria, que se suman a las anteriores de carácter general, se derivan de factores históricos y otras causas específicas que no tienen que estar relacionadas necesariamente con la actuación del mecanismo monetario. Las dos principales limi-

taciones serían:

* El crecimiento de los intermediarios financieros no bancarios junto a la aparición de nuevas prácticas financieras por parte de los intermediarios financieros bancarios, en lo que se ha venido denominando "innovación financiera", de la que también han participado los primeros, y cuyo control exige la adopción de nuevas medidas de control y, en la mayoría de los casos, la ampliación del agregado monetario elegido como variable para ejercer dicho control.

* La existencia de inflación de costes en la economía, por la que los aumentos de oferta monetaria tienden a traducirse en incrementos de costes, y de precios, aún en ausencia de una demanda excesiva.

- La deseabilidad de las formas en que actúa la política monetaria es el segundo punto de vista para analizar sus limitaciones, y en ella tienen gran importancia los juicios de valor. Así, por ejemplo, John Kenneth GALBRAITH mantiene que la discriminación derivada de los efectos de la política monetaria es no sólo probable si no casi inevitable. (24)

- El tercer punto de vista para afrontar las limitaciones de la política monetaria es afrontar el problema de la compatibilidad de los fines que se presenta al reconocer como objetivos independientes los cuatro objetivos básicos que tienen las autoridades monetarias:

- * Lograr niveles de empleo y producción continuamente elevados.
- * Alcanzar la tasa más elevada de crecimiento económico posible.
- * Mantener un nivel de precios interiores estables.
- * Lograr un tipo de cambio exterior estable y, en consecuencia, proteger los niveles de comercio y reservas internacionales.

Ante una evolución que podríamos denominar pendular sobre la efectividad de la política monetaria Milton FRIEDMAN intentó determinar cuales son, en su opinión y en la de la Escuela Monetarista de Chicago, de la que es uno de los principales representantes, las limitaciones de la política monetaria y cual su efectividad.

Así, destaca como limitaciones más importantes a la efectividad de la política monetaria la imposibilidad de sostener las variables reales a niveles deseables durante un periodo prolongado de tiempo, y en particular:

- * No puede utilizarse la política monetaria para mantener los tipos de interés a niveles bajos (medidas de dinero barato), ya que esto llevaría a las autoridades monetarias a comprar valores, y elevar así su precio, reduciendo su rendimiento, lo que incrementará el nivel de reservas disponibles de los intermediarios financieros y la cantidad total de dinero, y esto tenderá inicialmente a hacer caer los tipos de interés. Pero el mayor gasto provocará una elevación del nivel de renta

con lo que crecerá a su vez la preferencia por la liquidez y la demanda de préstamos, aumentando el nivel de precios y reduciéndose, en consecuencia, la cantidad de dinero existente, en términos reales. Estos tres efectos secundarios invertirán la presión inicial descendente sobre los tipos de interés y, tras un intervalo prolongado, devolverán los mismos al nivel que de otro modo hubieran tenido, e incluso se elevarán, de modo transitorio, por encima de este nivel, o permanentemente si las autoridades monetarias mantienen un nivel creciente de la oferta monetaria provocando un incremento de los precios que los agentes económicos incorporan a sus expectativas, produciéndose con ello un proceso inflacionista.

* La política monetaria tampoco puede mantener el nivel de empleo por encima de un valor "natural" compatible con el equilibrio en la estructura de salarios reales de la economía. A este nivel de desempleo los tipos de salarios reales tienden a elevarse al tipo "normal" secular, es decir, a un tipo que puede mantenerse indefinidamente tanto tiempo como la formación bruta de capital, las mejoras técnicas, etc. permanezcan en sus valores a largo plazo (de lo que se deriva que si estas variables superan dichos valores tendenciales, el nivel de empleo también podría incrementarse). Valores inferiores a ese nivel "natural" originarían excesos de oferta de mano de obra que provocarían una presión descendente sobre los tipos de salario real de la economía. Este tipo natural de desempleo, en otras palabras, es el nivel que fundamentaría el sistema 'walrasiano' de ecuaciones de equilibrio general, en el que se introducen las características estructurales reales de los mercados de ma-

no de obra y bienes, incluyendo las imperfecciones del mercado, la probabilidad de variaciones en las demandas y las ofertas, el coste de reunir la información acerca de las vacantes de ocupaciones, así como las disponibilidades de mano de obra, el coste de la movilidad de la misma, y todas las demás variables pertinentes para el análisis del mercado laboral, lo que establece una estrecha relación con la Curva de Phillips. Pero Friedman aclara que el término "tipo natural" de desempleo no significa que éste sea inmutable ya que muchas de las características del mercado que determina su nivel son "manufactura" humana y "confección" política, por lo que, aunque se conociese el nivel natural de paro, no hay una política determinada para mantenerlo, puesto que el tipo de "mercado" se diferenciará del tipo "natural" por una serie de razones que no son de política monetaria. Existe siempre una incompatibilidad transitoria entre inflación y desempleo, procedente no de la propia inflación si no de la inflación no prevista, pero no existe una incompatibilidad permanente.

Además, Friedman afirma que la autoridad monetaria lo que controla directamente son variables nominales (el nivel nominal de renta nacional, la cantidad de dinero, el tipo de cambio, el nivel de precios, o el tipo de inflación o deflación, etc.), pero no puede utilizar su control sobre cantidades nominales para sostener una variable real (el tipo real de interés, el tipo de desempleo, el nivel de renta nacional real, la cantidad real de dinero, el tipo de incremento de la renta real nominal, o la tasa de variación de la cantidad real de dinero).

Junto a estas limitaciones de la política monetaria, Milton Friedman intenta delimitar que es lo que la misma es capaz de

lograr, es decir, cual es su efectividad, para lo cual determina que, si bien no puede sostener las magnitudes reales a niveles predeterminados, lo que sí puede tener, y de hecho tiene, es unos efectos importantes sobre las mismas, mostrándose particularmente efectiva, en tres puntos:

- * Evitar que el propio dinero sea fuente importante de perturbación económica, destacando el rasgo del dinero, que no comparten otros mecanismos, de poder impedir toda operatividad en las ocasiones en las que se produce un desorden en el mismo, lo que contrasta con su eficiencia como instrumento para agilizar las operaciones.

- * Suministrar un marco estable para la economía, como consecuencia, en parte, de lo reflejado en el punto anterior.

- * Contribuir a compensar las principales perturbaciones del sistema económico, si bien ante las incertidumbres existentes sólo debe utilizarse, según Friedman, cuando las perturbaciones que se pretende corregir ofrezcan un peligro claro y actual.

Basándose en todo este análisis, Milton Friedman recomienda evitar las grandes oscilaciones, adoptando una "senda" fija de crecimiento en la oferta monetaria a través de una política automática y reglada. (25)

Luis Angel ROJO (26), en un análisis no menos pesimista, determina que la política monetaria sólo aspira a regular la demanda agregada nominal de bienes y servicios, sin controlar el grado en que las variaciones nominales de la misma inducen cambios en las cantidades o se pierden en movimientos de precios en el corto plazo (según predominen las reacciones "canti-

dad" -postura keynesiana- o "precio" -postura monetarista-, en la economía), y aún es menor su capacidad para afectar a la asignación sectorial y empresarial de los recursos escasos reales. En consecuencia, la contribución directa de la política monetaria al proceso de ajuste de una economía es necesariamente modesta.

Atendiendo a estas opiniones, que comparto, el papel de la política monetaria queda restringido al establecimiento de unas "reglas de actuación" que impidan que las oscilaciones se agudicen, pero no es capaz, por sí sola, de afrontar los problemas generados por un proceso inflacionario, ni mucho menos de lograr alcanzar, al mismo tiempo, un equilibrio exterior sostenido, originando, como veremos en el capítulo cuarto, nuevos problemas que no se producirían de ser otra la actuación monetaria seguida. El control del proceso inflacionario podrá afrontarse bien mediante la elevación del tipo de interés, bien mediante la limitación de la oferta monetaria, a través de algunos de los mecanismos que he considerado anteriormente, pero mantener estas políticas tendrá unos efectos sobre otras variables y otros objetivos que exigirá la utilización de otro tipo de medidas complementarias.

La Política Fiscal

Junto a las medidas de política monetaria, las autoridades económicas pueden afectar directamente a las variables reales mediante su actuación directa en el campo real de la economía, adoptando medidas que afecten a los niveles de gasto e ingreso globales, o agregados, a través de la variación de su participación en los mismos, es decir, modificando su nivel de gasto y

sus ingresos públicos, lo que de forma inmediata afecta a los niveles de gasto e ingreso globales, así como a través de las transferencias que realiza a los otros agentes económicos, que alteran la distribución inicial de la renta entre los mismos.

Los objetivos de la política fiscal, en la actualidad, no difieren de los que pudiera atribuirse a la política monetaria, ya que lograr una asignación óptima y equitativa de los recursos, con el componente de eficacia que ello lleva aparejado, lograr la estabilización económica, una distribución de la renta más equitativa, y alcanzar un grado de desarrollo creciente y sostenido son, en rasgos generales, comunes a cualquier política económica. Sin embargo, también la política fiscal se encuentra con grandes limitaciones a la hora de alcanzar simultáneamente todos esos objetivos, siendo necesarias determinadas características para que la política fiscal alcance niveles importantes de eficacia:

1) Que la producción de los bienes de consumo esté determinada por las preferencias individuales de los agentes.

2) Que exista libertad de actuación en el mercado de trabajo, de forma que sea libre la elección de puestos en el mismo, y que los salarios se determinen en función del producto marginal físico del factor trabajo.

3) Que el Estado determine la parte de producto nacional bruto destinada a la formación de capital, tanto público como privado, es decir, que establezca la tasa de ahorro general de la economía.

4) Que los medios de producción sean privados, y la forma de utilizarlos sea decidida por los individuos.

Todo ello implicaría que la política fiscal alcanzaría su máxima eficacia solamente en un modelo de economía de corte capitalista, y de contexto neoclásico, quedando restringida en cualquier otro contexto a satisfacer aquellos objetivos o funciones que se consideren necesarias.

Vemos fácilmente que hablar de política fiscal es lo mismo que hacer referencia a la actividad económica del sector público (en contraposición con el resto de los sectores, que denominamos privados), y por ello debemos de distinguir dos campos distintos en los que dicha actuación pública puede desarrollarse, el de los ingresos y el de los gastos.

El Gasto Público

Por Gasto Público entendemos todo aquel que se realiza en una economía por agentes que no buscan un fin propio, individual o colectivo, es decir, el que se realiza por el sector público de esa economía, que tiene intereses y objetivos distintos de los que pueden mantener los agentes que llevan a cabo las medidas que el Estado, en su sentido amplio, determina.

La diversidad de formas en que puede presentarse dicho gasto público ha llevado a diversas clasificaciones de los mismos, destacando los que atienden a un criterio económico y los que hacen referencia a sus funciones.

Clasificación económica del gasto público

Desde el punto de vista económico existe una doble división del gasto público (así como de los ingresos), atendiendo la primera a su condición de gastos corrientes, o de renta, y de capital; mientras que la segunda clasificación refleja la bilateralidad o unilateralidad de dichos gastos, respecto al resto de los sectores económicos. La interrelación de estos dos criterios de clasificación económica de los gastos públicos, nos proporciona la participación del sector público al consumo y a la acumulación del capital de la economía en general (así como la contribución del mismo a la producción directa de bienes y servicios). El mencionado "consumo público" vendrá dado por el gasto corriente en bienes y servicios (transacciones bilaterales por cuenta de renta), mientras que la formación bruta de capital (transacción de carácter bilateral, por cuenta de capital) constituirá la acumulación de capital público. A estos dos componentes se tendrá que añadir las transacciones unilaterales, es decir, sin contraprestación por parte de los demás sectores económicos, que se traducen en gasto para el sector público, que es lo que se ha venido a denominar transferencias positivas, y que comprenden los intereses de la deuda pública así como las transferencias a empresas, economías familiares y al "resto del mundo", por lo que se refiere a las de renta, y las transferencias de capital y préstamos, por parte de las operaciones por cuenta de capital. Todas ellas suponen un gasto para el sector público, y un ingreso para alguno de los demás sectores económicos, siendo de gran importancia la distinta composición y distribución que adopten las mismas.

Clasificación funcional del gasto público

Junto a la doble clasificación económica del gasto del sector público podemos agrupar el mismo atendiendo a sus funciones, de forma que permita comprender fácilmente la incidencia del mismo en cada subsector económico, si bien tal clasificación no tiene, a los efectos de considerar el efecto del gasto público sobre un proceso inflacionario, una especial relevancia por lo que tan sólo los mencionaremos, siguiendo la clasificación normalizada de la Organización de las Naciones Unidas, atendiendo únicamente a los cinco grupos de gasto público:

- Servicios generales, de administración general, defensa, justicia y policía.
- Servicios comunes, en comunicación, abastecimiento de agua, saneamientos e incendios, y otros servicios.
- Servicios sociales, de educación, sanidad, seguridad social y otros servicios sociales.
- Servicios económicos, agrícolas y energéticos y recursos minerales, y otros gastos económicos.
- Gastos no clasificables.

Atendiendo a cualquiera de estas formas en las que podemos encontrar el gasto público, desde el punto de vista de la adopción de medidas dirigidas a eliminar un proceso inflacionario, las autoridades económicas se verían obligadas a reducir su nivel de gasto tanto si a lo que se enfrentan es a una inflación

de demanda, como es obvio, como a si se considera al fenómeno inflacionario como un fenómeno monetario, ya que el mayor gasto deberá ir acompañado de una mayor oferta monetaria para financiarlo. No sucedería lo mismo si a lo que nos enfrentamos es a una inflación de costes, ya que en este caso el mayor gasto podría contribuir a un abaratamiento por unidad de producto que permitiese reducir los mismos, si bien esta alternativa quedará descartada si parte de la inflación tiene un origen en los costes internacionales, ya que la actuación de las autoridades económicas de un país, salvo en contados casos de grandes potencias comerciales, no afectarían a los precios de los productos importados y, por tanto, no tendrán ningún efecto sobre los costes, cuando estos se deriven de la utilización de factores de producción importados.

Además, es importante tener en cuenta que la composición de los gastos, si bien no tendría importancia a corto plazo, es un factor relevante en un plazo medio o largo, ya que puede afectar al potencial productivo de la economía, alterando las condiciones estructurales existentes (y con ello afectando al componente estructural que, como vimos, puede presentarse en todo proceso inflacionario). Así pues, no es lo mismo que el gasto público sea un gasto corriente, o de renta, que sea un gasto de capital, ya que mientras que el primero agota sus efectos en un periodo limitado de tiempo, el segundo va a tener unos efectos diferidos en el tiempo, produciéndose dentro del gasto público, por tanto, la misma dicotomía que existe en el sector privado entre consumo y ahorro.

Logicamente, tampoco resultará indiferente la forma en la que se materialice el gasto público, debiéndose diferenciar

claramente los gastos públicos bilaterales, en los que existe una contraprestación, del tipo que sea, por parte de los sectores que reciben dicho gasto, de las transferencias públicas, positivas, que se traducen en un flujo de renta desde el sector público hacia algún otro sector económico, sin que exista en este caso algún tipo de compensación por parte del mismo, al menos de forma directa e inmediata.

En definitiva, el gasto público se traduce en una intervención directa del sector estatal, en su más amplio sentido (27) en la actividad económica general. Esta intervención puede realizarse mediante un gasto corriente, o de "consumo", y una participación en la formación bruta de capital, o "inversión", con lo cual va a complementar la actuación del sector privado, y va a intentar alcanzar una serie de objetivos de carácter colectivo, o social, que el sector privado no lleva a cabo, bien por la existencia de deficiencias en el mercado, o bien por tener una importancia más social que económica, y no poder utilizar la discriminación via precios, propia del mercado, que hacen que no puedan ser afrontadas en el mismo. Además, la actuación del sector público irá dirigida a compensar los efectos que la actuación del sector privado tiene en la economía, por la existencia de efectos externos, que originan un coste social, asumido por la colectividad, que los sectores que lo originan, al no reflejarse en un coste económico, no asumirían de no ser por esa actuación del Estado.

El problema surge cuando el sector público, además de actuar como complemento a la actividad propia del sector privado realiza las funciones que desarrolla normalmente este último, creando con ello una clara competencia entre ambos. El consumo

que realice el sector público no tendrá que ser satisfecho por una oferta del sector privado, al mismo tiempo que su actuación, dadas las características del Estado, no corresponde a los criterios que, en la mayoría de los casos, predominan en el mercado. De igual modo, si el gasto que se traduce en formación bruta de capital, o lo que es lo mismo en inversión del Estado, se dirige a sectores en los que el sector privado participa, apartándose de aquellos proyectos de inversión que éste último no afronta, puede originarse una competencia entre ambos que reduzca la actividad inversora privada, presentándose lo que se suele conocer como "crowding-out effect", es decir, la sustitución de una inversión por otra, y no realizarse otras actividades necesarias en la economía. Sin embargo, la consideración de este efecto no puede ser utilizada, como en muchas ocasiones se ha producido, para aseverar que todo gasto público se traduce en una disminución igual de la inversión, ya que sólo se produce cuando la economía se encuentra en una situación de equilibrio en el que la oferta, de inversión en este caso, es igual a la demanda precisa para mantener el nivel de crecimiento existente. Si la inversión privada no responde a la demanda de la misma que exista en la economía, por alguna de las diversas causas que provocan la falta de dinamismo inversor por parte del sector privado, la actuación del sector público tendrá que considerarse como complementaria a la que realiza el sector privado, en los mismos términos que si aquella va dirigida a otros sectores en los que esa iniciativa privada no participa, si bien la actuación del sector público puede alterar a medio plazo las condiciones de competencia del mercado si este último no se adapta a los criterios de actuación del mercado.

El Ingreso Público

El otro componente de la actividad directa del sector público en la economía es el de los medios de financiación que hacen posible los gastos que el mismo realiza, es decir, los ingresos públicos. Para su clasificación adoptaremos, en primer lugar, la que el profesor FUENTES QUINTANA destaca (28), siguiendo la sistematización de E. R. SELIGMAN, atendiendo al grado de voluntariedad de los agentes a aportar los fondos necesarios, sin entrar en clasificaciones previas, desde el punto de vista histórico, que no aportarían nada relevante al análisis que se quiere realizar, y a continuación plantearemos una clasificación económica, paralela a la que se ha realizado anteriormente con el gasto público, que permitirá comprender mejor la actuación del sector público en la economía.

Clasificación de los ingresos públicos, según Seligman.

El sector público, en su relación con los agentes económicos que componen los demás sectores, puede imponerles su voluntad de forma más o menos coactiva, basándose en la soberanía del Estado y en su posición de privilegio frente a los mismos. Si clasificamos los ingresos que el Estado, en su concepto más amplio, recibe de los demás sectores aumentando el grado de coacción que éstos últimos soportan de aquel para hacerlos efectivos tendremos:

- Donativos, o ingresos de carácter gratuito en los que es el propio agente privado el que decide, sin ninguna coacción por parte del Estado, aportar

determinados fondos al mismo.

- Precios pagados como contraprestación de algún bien o servicio ofrecido por el sector público al aportar el mismo su propiedad pública e industrial, a través de un acuerdo contraactual entre las partes, naciendo, por tanto, de la voluntad libre de cada una de ellas.

Estos dos primeros grupos de ingresos públicos van a desarrollarse en la esfera de la voluntad individual, como nos indica el profesor Fuentes Quintana, pero junto a estos dos, que pueden aplicarse a cualquier agente económico, público o privado, existen otros que no pueden ser obtenidos por las unidades económico-privadas, ya que se obtienen mediante el poder de obligar que acompaña a la soberanía del Estado. Son los ingresos coactivos, que pueden ser:

- Los ingresos por expropiación, derivados del dominio eminente del Estado sobre la propiedad respecto a los particulares.

- Las multas y penas, que se basan en el poder penal o de sanción que acompaña al Estado.

- Los tributos, nacidos del poder fiscal que el Estado debe poseer para alcanzar sus objetivos sociales o colectivos, y que pueden agruparse en tres grandes grupos:

* Tasas, que se corresponden con algún tipo de prestación por parte del Estado directamen-

te relacionada con la exacción, con carácter individual.

* Contribuciones especiales, que estarán relacionadas con prestaciones públicas de carácter colectivo, que proporcionan algún tipo de beneficio a quien se le exige el tributo.

* Impuestos, que constituyen ingresos sin contraprestación para el sector público, es decir, transferencias negativas.

Una clasificación algo más detallada de F. NEUMARK aporta a la anterior los ingresos derivados de la Deuda Pública Forzosa, si bien no altera el esquema expuesto.

Dada la mucho mayor importancia relativa de los impuestos, respecto a los demás ingresos públicos, deberemos hacer un breve análisis de los mismos (dejando el problema de la deuda pública para cuando se analice el problema de la financiación del déficit público, al final de este apartado), de forma que consideremos el efecto que los mismos tienen sobre la economía. Pero previamente a ello hemos de plantear, como ya se ha indicado, una clasificación económica de los ingresos del Estado.

Clasificación económica de los ingresos públicos

Como ya hicimos con los gastos públicos, vamos a aplicar simultáneamente dos criterios de clasificación de los ingresos públicos, atendiendo a la existencia o no de contraprestación por parte del Estado, y el carácter corriente o permanente del ingreso. Así tendremos que el sector público contribuye a la

producción directa de bienes y servicios negociados a través del mercado mediante transacciones bilaterales por cuenta de renta, es decir, realiza operaciones corrientes consistentes en la venta de los mencionados bienes y servicios. Asimismo recibe transferencias (negativas) tanto por cuenta de renta como por cuenta de capital, mediante la detracción de impuestos sobre las rentas de los distintos agentes económicos (economías domésticas, instituciones sin fines de lucro, empresas privadas), así como sobre sus actividades (impuestos sobre el consumo, la producción y las operaciones con el exterior), a lo que se une las basadas al gravar los fondos de capital internos y externos.

Nuevamente podemos observar como son los ingresos coactivos los que constituyen las partidas más importantes, por lo que será en ellos en los que se centre el análisis de los ingresos públicos no teniendo en cuenta las otras fuentes de ingresos que hemos considerado anteriormente ya que, si bien tienen una función definida, distinta de la de los impuestos, su influencia en la economía es irrelevante a nivel agregado.

Los impuestos

El profesor FUENTES QUINTANA (29) define al impuesto como aquella "obligación, coactiva y sin contraprestación, de efectuar una transmisión de valores económicos (en general dinero) a favor del Estado y de los antes menores subrogados a él, por un sujeto económico en virtud de una disposición legal, siendo fijadas las condiciones de la prestación de un modo autoritario (unilateral), por el sujeto activo de la obligación tributaria", tras lo cual introduce una definición de carácter econó-

mico al concretarlo en aquellas "transacciones unilaterales (transferencias) negativas, tanto por cuenta de renta como de capital, exigidas a través de la coacción por el sector público". Ambas definiciones concuerdan perfectamente con las clasificaciones propuestas anteriormente.

A través de los impuestos el sector público puede obtener la financiación necesaria para llevar a cabo sus objetivos. Las funciones de los impuestos, por tanto, podrían concretarse en:

- * Proporcionar al Estado los ingresos que necesita para desarrollar sus funciones.
- * Servir de instrumentos redistribuidores de la renta.
- * Influir en las decisiones de los agentes, alterando las posiciones relativas, e influyendo de forma directa sobre la asignación de los recursos de la economía.
- * Contribuir al logro de la estabilidad dentro de la economía, mediante su influencia sobre el consumo y la producción.

En definitiva, los impuestos son un instrumento válido de las autoridades económicas para actuar sobre la economía y afectar a las variables reales, pudiendo ser clasificados de muy distintas formas según el punto de vista desde el que afrontemos su estudio y los efectos que producen. Así tenemos:

- Impuestos reales y personales, según graven la riqueza de una persona o recaigan sobre

la persona misma, gravando su capacidad económica, respectivamente.

- Impuestos instantáneos y periódicos, atendiendo a que su devengo se produzca en el momento en que surja el hecho imponible, en los primeros, o se obtengan regularmente, los segundos.
- Impuestos subjetivos y objetivos, si atienden a la circunstancias personales de los sujetos pasivos o si recaen sobre un hecho imponible sin tener en cuenta las mismas, respectivamente.
- Impuestos directos e indirectos, atendiendo al objeto gravado, según que recaigan sobre la riqueza o la renta, en el caso de los directos, o se impongan sobre un hecho sin pasar a considerar la persona sobre la que recae, en los indirectos.

De estas cuatro clasificaciones de los ingresos impositivos la más relevante para el análisis que se viene realizando es la que los divide en impuestos directos e indirectos. Los primeros gravarán la capacidad económica directa de los agentes, mientras que los segundos gravan determinados hechos, independientemente de la identidad y circunstancias personales de quienes los realizan, recayendo mediante una traslación vía precio (de ahí su carácter de indirectos) sobre los consumidores, que en definitiva son quienes los soportan.

Como ya se ha indicado, los impuestos tienen una serie de efectos sobre la economía mediante la reasignación de los recursos, la distribución de la renta y la riqueza entre los distintos agentes y la estabilidad, que sirven de base para la actuación de las autoridades económicas en su intento de alcanzar sus objetivos socio-económicos:

* Respecto a la asignación de los recursos, se pueden distinguir tres efectos derivados del establecimiento de los impuestos:

- El efecto sobre el consumo, que se desdobla-
ría en un efecto renta, determinado por una
disminución de los ingresos, y un efecto
sustitución, al alterarse las posiciones re-
lativas de los diferentes bienes, así como
entre el trabajo (y la renta que se obtiene
de él) y el ocio, y entre el consumo presen-
te y futuro (lo que se traduce en una varia-
ción de la posición relativa entre consumo y
ahorro).
- El efecto sobre la producción, al afectar al
sistema de incentivos de la economía, lo que
puede cambiar la utilización de los factores
productivos e influir en el desarrollo que
experimente la economía en el futuro.
- El efecto sobre los recursos, influyendo en
la oferta de trabajo, tanto en términos re-
lativos como absolutos, y sobre la inversión

real y financiera.

* Los efectos sobre la distribución de la renta y la riqueza, muy importantes para lograr una mayor equidad dentro de la sociedad, se basan en la progresividad de los impuestos directos cuyo cálculo está en función del nivel de renta (si bien deberá tenerse en cuenta la opinión de Arthur LAFFER, sobre las limitaciones a dicha progresividad fiscal), el carácter de los objetos gravados, etc.

* Atendiendo al logro de la estabilidad de la economía, un sistema impositivo flexible puede permitir reducir la presión fiscal en los momentos en que se produce depresiones, mientras que se aumentaría la misma en las fases de auge, lográndose así un comportamiento anticíclico de los impuestos que permitiese la adopción de medidas eficaces de política económica. La inflación, al actuar como un impuesto tiene también los efectos redistributivos mencionados, si bien sus efectos no son siempre deseables, y puede atentar, y de hecho lo hace, contra la equidad en la economía, a lo que se une el problema de la generación de un proceso inflacionario, difícil de dominar y de dirigir, cuyos resultados negativos superan siempre a los positivos, por lo que no se debe alentar el mantenimiento de dicho proceso inflacionario con el fin de incrementar los ingresos reales del sector público, y lograr una determinada redistribución en la economía.

La relación entre ingresos y gastos públicos

Una vez hecha una breve exposición sobre los gastos y los ingresos del sector público, podemos comprobar fácilmente que

la adopción de medidas de política fiscal deberían tener en cuenta no sólo los dos elementos por separado si no también su relación, así como la que éstos mantienen respecto al conjunto de la economía, es decir, la existencia de déficits o superávits públicos, y sus efectos, y la dimensión de las actividades financieras del sector público dentro de la economía nacional.

El profesor FUENTES QUINTANA (30) nos proporciona una serie de índices para apreciar la importancia de las operaciones financieras realizadas por el sector público dentro de la economía, atendiendo a la dimensión relativa del gasto y de los ingresos públicos.

- Atendiendo a la dimensión relativa del gasto público tendremos:

* La participación en el Producto Interior Bruto de:

- Los gastos totales del sector público; y
- Los gastos totales del sector público menos los gastos de transferencias (a efectos de lograr una comparación más homogénea a la anterior).

* El valor añadido por el sector público a la formación del producto nacional neto, que muestra la participación directa del sector público en la formación de la renta nacional.

- Atendiendo a la dimensión relativa de los ingresos públicos podemos distinguir los siguientes índices:

* La presión fiscal, que mide la relación entre el

volumen total de ingresos coactivos del sector público con el producto nacional bruto.

* La carga fiscal, que relaciona las detracciones impositivas exigidas por el sector público a un agente o grupo de agentes privados, en relación con su renta.

- La participación de la ocupación en el sector público respecto al volumen total de ocupación. Y

- La proporción de inversión pública dentro de la inversión total.

Además de atender a los valores de todos estos índices, para apreciar la participación del sector público dentro de la economía, se deberá analizar la composición de cada uno de los valores obtenidos, de forma que junto al análisis cuantitativo se realice un análisis finalista y cualitativo.

Pero, este análisis de la participación relativa del sector público dentro de la economía, deberemos completarlo con la comparación de los valores que adoptan los ingresos y gastos totales del Estado, en su sentido amplio, para analizar cuales son las necesidades de financiación que presenta el mismo para afrontar sus objetivos, y la incidencia que tiene la detracción de esos fondos del sector privado, así como la forma en que la misma se realiza. Es decir, habrá que determinar si existe un déficit público en la economía, su magnitud y efectos, y las medidas que pueden ser adoptadas para financiarlo.

El déficit público y su financiación

Si bien el presupuesto del sector público, al ser un registro contable en el que no pueden existir ingresos que no se traduzcan en algún tipo de gasto o inversión, ni gastos que no se financien por algún mecanismo, presentará siempre un equilibrio meramente formal (como consecuencia del registro de doble entrada en el que está basado), es prácticamente imposible que exista una igualdad absoluta y permanente entre el volumen total de ingresos y gastos del Estado, por lo que en realidad podrá existir un superavit por presentarse un exceso de ingresos sobre los gastos, o un déficit, por ser mayor el montante de gastos que de ingresos, cuya medida y ponderación, como ya se ha indicado anteriormente, dependerá tanto de la dimensión que el sector público tenga en la economía, como de las partidas que se incluyan en los ingresos y gastos, y del periodo elegido para el registro de los mismos.

Respecto a primer punto, ya he reseñado que para nuestro análisis vamos a utilizar un concepto amplio del sector público, ya que restringir este término a las administraciones públicas en un contexto económico en el que las empresas públicas, por ejemplo, presentan unas pérdidas que en muchos casos superan el presupuesto de algún departamento ministerial no reflejaría bien el impacto de la actuación de dicho sector público sobre la economía, y se dejaría de lado asimismo la participación que realiza en ciertos sectores en los que predominan las leyes del mercado.

En lo que se refiere a cuales son las partidas que componen los ingresos y gastos del sector público, conviene distinguir entre las operaciones financieras, que dan lugar a una varia-

ción entre los activos y pasivos financieros públicos, es decir, afecta a su posición deudora frente al resto de los sectores; y no financieras, que hacen referencia a las operaciones corrientes del sector público (consumo, producción, inversión y distribución de la renta).

Por último, respecto al periodo elegido para registrar el déficit, el criterio del devengo, normalmente utilizado en la contabilidad, se ajusta mejor que el criterio de caja, ya que el primero atiende al momento en que las autoridades económicas llevan a cabo las medidas, con independencia de cuando se produce el movimiento de fondos que de ellas se deriven.

Una vez determinado el ámbito en el que se va a desarrollar el análisis del déficit público conviene distinguir entre los tres tipos de déficit que se generan, atendiendo a la clasificación de los presupuestos públicos en tres grupos:

* El presupuesto efectivo, que registra la totalidad de los gastos e ingresos observados en un periodo dado, y del cual se obtiene un déficit, en términos monetarios, que refleja la totalidad de los efectos, tanto inmediatos como permanentes de la insuficiencia de ingresos para financiar los gastos (dejando de lado las situaciones de superavit al no presentar para la economía unos problemas especiales que requieran una actuación directa para su control, lo que pone de manifiesto la asimetría en el ajuste de ambas situaciones, que se ve reproducida al analizar la existencia de déficit y superavits de balanza de pagos). Este sería, por tanto, el déficit efectivo, global.

* El presupuesto estructural o activo, determinado por la existencia de unas políticas activas discrecionales que in-

dica cuales serían los ingresos, los gastos y los déficit del Estado si la economía funcionara en el nivel de producción potencial, es decir, nos proporciona el valor del déficit generado por las políticas económicas adoptadas por las autoridades económicas, por lo que será uno de los puntos de referencia para la adopción de dichas medidas. Es precisamente cuando se sobrepasa éste valor del déficit estructural cuando puede presentarse el denominado "efecto expulsión", consistente en la disminución de los gastos de inversión privados como consecuencia de una política fiscal de carácter expansivo, que se concretaría en un incremento del gasto público (o una disminución de los ingresos), con lo que su efectividad se vería disminuida, al no actuar el mecanismo "multiplicador" en toda su potencia, debido a la reacción del mercado de dinero, en el que el mayor nivel de producción origina un aumento de la demanda de dinero para transacciones y, como consecuencia, una elevación de los tipos de interés que "ahogará algunas inversiones", como nos indica Paul SAMUELSON (31), que destaca a continuación que "...No existe ninguna razón general para pensar que un déficit provocado por una recesión elevaría los tipos de interés y, por tanto, expulsaría inversión", rechazando así la extendida idea de que todo déficit expulsa a la inversión, con lo que se da al mencionado "efecto expulsión" una importancia excesiva que llevaría a impedir que se produjese algún desajuste entre los ingresos y los gastos públicos.

* El presupuesto cíclico, por último, nos proporciona el efecto del ciclo económico en el presupuesto, midiendo las alteraciones de los ingresos, los gastos y los déficit que son

consecuencia de que la economía se encuentra en un nivel de producción distinto del potencial, debido a una expansión o una recesión. Este presupuesto cíclico, y el déficit que de él se deriva, será la diferencia entre los déficits efectivo global y estructural.

A corto plazo, una medida de política fiscal afectará tanto al déficit estructural como al cíclico, por lo que para determinar sus efectos se deberá atender a los que provoca en el déficit estructural, y no en el efectivo, ya que éste último incluye al déficit cíclico, que no es consecuencia de las medidas adoptadas si no del momento del ciclo en el que la economía se encuentra.

Formas de financiación del déficit

Siempre que se produce un mayor nivel de gastos que de ingresos existe la necesidad de obtener fondos para pagar el exceso de gasto. Este pago puede, sin embargo, diferirse en el tiempo de forma que el momento en el que se afronte permita hacerlo con una menor carga que la que supondría de hacerlo en el periodo en que se produjo, o también puede lograrse que la liquidación se efectúe no globalmente si no mediante pagos sucesivos. En definitiva, el sector público, a la hora de afrontar la financiación de los déficits que genera el mayor volumen de gastos que de ingresos públicos, se ve en la misma disyuntiva que cualquier otro agente:

- Hacerlos frente incrementando sus ingresos, para lo cual deberá aumentar los impuestos que detrae coactivamente de los demás sectores (considerando que el resto de los ingresos

públicos no pueden ser fácilmente modificados, y que aunque lo fueran no supondrían, dada su menor entidad, una solución al problema planteado).

- Obtener un crédito de cualquier otro agente económico, lo cual puede materializarse en la emisión de deuda pública que, mediante un tipo de interés atractivo (no inferior al de mercado) o su suscripción forzosa, sería asumida por los mismos, de forma que la liquidación del déficit se verá diferida en el tiempo, al no tener que llevarse a cabo hasta que se produzcan los diferentes vencimientos, si bien su valor se verá incrementado por el pago de los intereses que dicha deuda lleva aparejada (en condiciones normales en los que los tipos de interés real sean positivos, es decir, que la tasa de inflación esperada no supere la tasa de interés nominal).

- Por último, podrá obtener de su tesorería los fondos suficientes para hacer frente a la brecha entre sus ingresos y sus gastos, en este caso acudiendo al banco central para que le proporcione la liquidez necesaria para ello. Pero en este caso se produce una elevación de la base monetaria, ya que el banco emisor se ve obligado a proporcionar fondos adicionales que no se encontraban previamente dentro del circuito financiero de la economía (lo que no ocurre cuando el sector privado proporciona un préstamo al sector público ya que, en este caso, lo que se produce es una reasignación de fondos). El banco emisor crea dinero de alto poder (base monetaria) para financiar la "compra" de la deuda, en el proceso que se conoce como "monetización de la deuda".

Las tres formas de financiación del déficit tienen efectos

distintos, no ya de forma inmediata si no en un plazo largo. El aplazamiento de la deuda está justificado por la posibilidad de que en periodos sucesivos se produzcan superavits que compensen el déficit de éste periodo, pero si los deficit son continuos, cualquier aplazamiento no hace más que agravar el problema, ya que este viene a sumarse al que se producirá en los periodos sucesivos. Vamos a comenzar la exposición de los efectos de la financiación del déficit, para lo cual analizaremos en primer lugar el tercer caso que hemos considerado, es decir, el de la monetización de la deuda, para pasar posteriormente a los problemas de la emisión de deuda pública y, por último, el aumento de los impuestos.

La monetización del deficit público

Como muy bien nos indican Stanley FISCHER y Rudiger DORN-BUSCH (32), hay una gran diferencia entre tomar préstamos del público o del banco central pues éste último caso supone creación de dinero o ampliación de la base monetaria, mientras que si el sector público toma prestado del sector privado recibe y gasta base monetaria, quedando ésta invariable, exceptuando el periodo de transición comprendido entre la venta de bonos (o título similar) y la realización de los gastos públicos. Si consideramos al sector público y al banco central como un todo con respecto al sector privado, las operaciones crediticias que hemos considerado serán meras anotaciones contables dentro del sector gubernamental, lo que es totalmente aplicable en los países en los que, como ha venido sucediendo en España, el banco central no es totalmente independiente de las autoridades gubernamentales. Estos dos autores nos indican de forma especi-

fica: "... Como la cantidad de base monetaria es una variable macroeconómica valiosa, la distinción entre la venta de deuda al público y venta de deuda al banco central será de gran importancia".

Si se produce un aumento del gasto público, originándose un déficit del sector público, aunque sea de carácter transitorio, disminuyendo el nivel de gasto a su valor inicial al finalizar el periodo, y se afronta su financiación mediante creación de dinero por parte del banco emisor, tanto el "stock" de dinero existente en la economía como el nivel de precios aumentan de forma permanente (salvo que se tomen medidas compensatorias dirigidas a reducirlos). Así el efecto a largo plazo de la financiación del déficit mediante su "monetización" será elevar el nivel de precios, aunque el déficit tenga carácter transitorio y el nivel de gasto se reduzca a sus valores iniciales.

Si se considera una situación en la que el déficit público sea permanente, aunque sea pequeño, de forma que los gastos que se realizan superan a los ingresos que se obtienen durante los diferentes periodos, y dicho déficit es financiado apelando al banco central, no sólo va a aumentar el nivel de precios si no que se entrará en una situación de inflación continuada, es decir, se originará un proceso inflacionario. Si consideramos que el déficit depende del nivel de precios (al mantenerse fijas las tasas impositivas, siendo además progresivas respecto al ingreso, y fijarse los gastos en términos nominales, por lo que al aumentar el nivel de precios aumentarán, en términos reales, los ingresos y disminuirán los gastos) tendremos que un aumento en el nivel de precios tiende a reducir el déficit real. La inflación se comporta como un impuesto sobre la tenencia de sal-

dos reales en dinero, por lo que un sector público con poder de decisión sobre el banco emisor puede verse tentado a mantener este sistema de financiación del déficit con carácter indefinido. Sin embargo, esta actuación originará procesos hiperinflacionarios en los que el beneficio obtenido por el sector público se diluiría (sobretudo una vez superado el ingreso máximo procedente del "impuesto inflacionario", que en un análisis basado en la teoría de Laffer, supone que llegará a alcanzarse).

La emisión de deuda pública

La segunda forma de financiar el déficit público es acudir al crédito del sector privado que, como hemos visto, no origina un mayor volumen de base monetaria. Además, el endeudamiento en sí mismo no tiene un carácter negativo, ya que es bien conocido por cualquier empresario el denominado "efecto apalancamiento" consistente en aunar financiación propia con fondos externos para afrontar inversiones, consiguiendo una rentabilidad mayor que la que se obtendría al afrontar dicha inversión tan sólo con capital propio, siempre y cuando se den determinadas condiciones que no tienen una mayor importancia para nuestro análisis. Como nos señala Paul SAMUELSON (33), el problema de la deuda debe afrontarse con cautela, no dejandonos caer en la denominada "falacia de la composición", que nos hace pensar que lo que es cierto para cada unidad individual tiene que serlo también para el conjunto de la sociedad. La deuda pública es, por así decirlo, una "autodeuda", ya que si tomamos a todos los individuos de la sociedad, su origen está en los impuestos que estos individuos deberían pagar para eliminar el desequilibrio entre ingresos y gastos.

El problema, por tanto, no es la existencia de la deuda pública en sí misma, sino los posibles efectos que su existencia tiene sobre la economía, y como varían estos efectos en función de la distribución y el volumen de esa deuda, por lo que deberemos considerar tres aspectos:

- * La distribución de la deuda pública entre los distintos agentes económicos, y en particular, la diferencia entre deuda interna y externa.

- * El volumen de la deuda, que puede generar un círculo vicioso de "deficit-deuda-deficit".

- * El problema de la restricción presupuestaria, originado por la limitación al crecimiento de la deuda pública por su impacto sobre los tipos de interés de la economía.

La distribución de la deuda pública

Volviendo a lo indicado por FISCHER Y DORNSBUSCH (34), si tomamos a la sociedad en su conjunto, resulta difícil establecer con seguridad si la tenencia de deuda pública por parte de los individuos constituye un factor de riqueza, pues deberíamos enfrentar estos activos a las obligaciones futuras que esa misma sociedad va a tener que afrontar para saldar dicha deuda, y que se va a traducir, tarde o temprano, en una aportación, vía tributos (o cualquier otra transferencia negativa), de parte de su renta al sector público, si bien tampoco puede ser considerada como un gravamen si su tenencia, y el producto que se obtiene de ella, permite hacer frente a dicha carga futura.

Sin embargo, el problema surge desde el punto de vista de la distribución de la deuda pública, desde dos vertientes:

- Que su tenencia por parte de los residentes del país que la emite puede ser absorbida, como en el caso de cualquier otro activo, por determinados sectores, o agentes, cuya propensión a invertir es muy superior a la del resto de la economía, con lo que puede producirse un desplazamiento hacia inversiones públicas (por su carácter de mayor seguridad, por ejemplo), en perjuicio de las inversiones privadas, afectándose al proceso de acumulación de capital productivo, y con ello a la producción potencial, la riqueza y el empleo.

- Que la deuda pública sea suscrita por extranjeros, que no se verán obligados a hacer frente a su liquidación, mediante la futura aportación, vía impuestos, de parte de su renta. En este caso, la existencia de la deuda supone un empobrecimiento de los residentes del país que la emite, ya que se traduce en una transferencia de bienes y servicios, a través del pago de intereses a los que se debe hacer frente, salvo que el destino que se haya dado a los gastos públicos generen una riqueza mayor que la pérdida que suponen los mismos.

El volumen de la deuda

Pero, aunque sólo existiese deuda interna, y no se produjera la transferencia de renta hacia el exterior, su característica de "autopréstamo" no debe permitir que se olvide la razón que la ha originado, es decir, el desequilibrio entre ingresos y gastos del sector público, y el haber decidido no financiar el mismo requiriendo la aportación del banco central, que

aumentaría la base monetaria, ni liquidar el déficit aumentando los tributos. Se ha elegido diferir en el tiempo el pago de los gastos afrontados. Si en el resto de los periodos se sigue produciendo un déficit público no existirán ingresos que se dirijan al pago de los distintos déficits de periodos anteriores por lo que se tendrá que optar de nuevo por alguna de las tres alternativas propuestas. Con ello el nivel de endeudamiento puede elevarse constantemente, si bien dicho crecimiento se verá limitado, como veremos en el siguiente punto, por los efectos que la existencia de un volumen importante de deuda pública provoca en la economía. A los efectos que sobre la inversión puede tener la existencia de la deuda habrá que añadir que el pago de intereses a los poseedores de deuda originará otros dos efectos alternativos complementarios:

- Habrá que dedicar parte del gasto público a hacer frente al pago de los intereses de la deuda, descuidando otros objetivos públicos, que tal vez fueron los que dieron lugar a los déficits originales.

- Deberán aumentarse los ingresos públicos para poder con ellos pagar los citados intereses, descuidando así la financiación de distintos proyectos de gasto o generando un déficit mayor que en el caso de que los mismos no tuviesen que abonarse.

En cualquiera de los dos casos, o si se opta por una combinación de ambos, los déficits de un periodo van a influir sobre la existencia de déficits en periodos futuros, o en los planes de gasto o imposición de los mismos, para evitar que aquéllos se produzcan. Existe, por tanto, una absorción de parte del

esfuerzo productivo de la economía que deberá ir dirigido a pagar los déficits pasados.

El problema de la restricción presupuestaria

El crecimiento de la deuda pública descrito en el anterior punto tiene como consecuencia inseparable un proceso de elevación de los tipos de interés debido a dos factores, principalmente:

- La existencia de activos públicos origina un proceso competitivo destinado a atraer al volumen de ahorro existente, de forma que para lograr la "colocación" de los títulos cada vez es necesario pagar un tipo de interés superior, dada la oferta creciente y la demanda más o menos estable o con un ritmo de crecimiento menor.

- La permanencia de déficit, y su financiación mediante deuda pública, origina un incremento de los costes empresariales por la propia elevación de los tipos de interés, y esto se traduce rápidamente en una elevación de precios, generándose un proceso inflacionista que, para mantener los tipos de interés reales más o menos estables, obliga a la elevación de los tipos de intereses nominales. Se provoca así una espiral "precios-tipos de interés", que rápidamente se traduce en una espiral "salarios-precios", que hace aún más difícil la posible liquidación de la deuda y, por tanto, la reducción del déficit, ya que los gastos del sector público aumentan debido a la inflación y los impuestos, no consiguen, pese a las ventajas que se derivan de la existencia de

tipos fijos y progresivos, reducir el desequilibrio.

El aumento de los ingresos públicos

La tercera alternativa ante la existencia de un déficit del sector público es que se eleven los ingresos para hacer frente a los gastos que se han realizado (o bien se disminuyan los gastos y se abandonen parte de los objetivos de política socio-económica que se habían propuesto). Sin embargo, los mayores tributos que son necesarios para eliminar el déficit provocan efectos negativos sobre la economía, como ya vimos, que llevan a preferir, en algunos casos, su financiación. Pero, en definitiva, el montante del déficit habrá de pagarse tarde o temprano, y su liquidación se producirá mediante la transferencia de rentas desde el sector privado al público, y la financiación ocasiona, de una u otra forma, que diferir ese pago se traduzca en unos mayores niveles de precios (salvo en aquellos casos en los que se produzcan futuros superávits que se destinen a financiar los déficits, o que los gastos que se desarrollen generen unas rentabilidades mayores que la carga que se derivan del pago de los intereses de la deuda).

Vemos, por tanto, que tampoco la política fiscal va a servir, por sí sola, para luchar contra un proceso inflacionario, ya que los déficits que se derivan de los gastos públicos son, en sí mismos, generadores de inflación. No obstante, puede comprobarse fácilmente que medidas de carácter fiscal sí servirán para que no se produzcan efectos nocivos en la economía que hagan inútiles otras políticas dirigidas a eliminar los distintos desequilibrios que puede provocar el incremento de los precios y su aceleración posterior.

La Política de Rentas

Una vez que hemos considerado que las medidas de política monetaria y fiscal no pueden, por sí solas y consideradas de forma individual, eliminar un proceso inflacionario una vez que éste se ha generado, y que la presión de los agentes económicos en la economía puede dar lugar a ese fenómeno inflacionario, bien mediante un incremento de su demanda por encima del nivel de oferta posible, o mediante la elevación de los costes como consecuencia de un intento de los distintos grupos de mejorar su posición relativa dentro de la distribución de la renta y la riqueza de la sociedad, y que dicho proceso se mantendrá mientras que el mayor gasto se financie incrementando la oferta monetaria, resulta fácil dejarse llevar por la idea de que controlando las cantidades para evitar que se produzcan excesos de demanda, y limitando los precios que inciden en los costes, se actúa sobre las causas originarias de todo proceso inflacionario, con lo que puede ser controlado. Se convence uno de la necesidad de adoptar una política de rentas, es decir, aplicar el segundo tipo de medidas, ante la imposibilidad de controlar al mismo tiempo precios y cantidades.

Como nos indica Allan FELLO (95), la política de rentas está basada en la idea de que es mejor la intervención directa en el proceso de determinación de precios y salarios (de costes, en definitiva), que tratar de detener la inflación mediante políticas de control de la demanda, dirigidas a controlar el gasto total, ya que las primeras tienen menores efectos adversos sobre el empleo y la producción, y que además las políticas fiscales y monetarias no eliminan las causas que originaron el

proceso inflacionario, mientras que las políticas de rentas reducen las expectativas de inflación futuras.

Sin embargo, los problemas a los que tales tipos de políticas deben enfrentarse para ser aceptadas por los distintos agentes económicos son tan importantes que su utilización sólo puede ser defendida cuando se aplican de forma selectiva. A esto se suma la deficiente asignación de los recursos que supone su aplicación con carácter permanente, así como la necesidad de mantener en el tiempo (si no aumentar) el control sobre todas los precios para poder lograr unos efectos permanentes. Por último, al fijarse de forma artificial los precios interiores, se afecta tanto al nivel de importaciones, que deberá verse reducido para no afectar (vía costes) a los precios, como al volumen de exportaciones, que se verán incrementadas al aumentar la competitividad de los productos internos (siempre de forma artificial), influyendo en el tipo de cambio, el cual al revaluarse encarece las importaciones, y con ello los costes, tanto más cuanto más inelástica sea su demanda, estableciéndose una espiral entre el control de los costes y el encarecimiento de las importaciones, que tarde o temprano será insostenible.

Las políticas de rentas dirigidas a controlar el crecimiento de los beneficios (las pocas veces que se llevan a cabo), provocan efectos muy negativos sobre la inversión y el empleo, mientras que las que se orientan a controlar el crecimiento de los salarios, además de contar con la oposición de las organizaciones sindicales, suelen degenerar, bien en fuertes pérdidas de poder adquisitivo por parte de la clase trabajadora, si se relacionan los crecimientos de la productividad con los de los salarios (ante la participación que tiene la inversión en el

logro del aumento de la productividad, y por tanto, del manejo que de ello pueden hacer los empresarios), o bien en la "indiciación" de los salarios respecto a los precios, que hacen ineficaz cualquier política económica si los precios de un periodo superan los del periodo anterior, es decir, si se presenta un fenómeno inflacionario.

Pese a todo ello, lograr un cierto control de los diferentes precios de la economía, mediante acuerdos de los distintos agentes económicos, proporciona un marco estable que permite una mayor efectividad de las restantes medidas de política económica que las autoridades adopten para luchar contra la inflación, pero tampoco proporciona, por sí sola, efectos permanentes contra éste fenómeno.

Políticas Regionales y Sectoriales

Junto a las políticas globales contempladas en los apartados anteriores, resulta necesario destacar la conveniencia de llevar a cabo políticas parciales, dirigidas a solucionar problemas puntuales de la economía, cuya existencia puede generar diferentes efectos (y entre ellos tensiones inflacionarias) que se trasladarán a todo el conjunto de la economía). Estas políticas económicas irían dirigidas a eliminar las desigualdades y deficiencias de funcionamiento que existen entre los diferentes agentes de la economía y en los ámbitos de actuación en que los mismos desarrollan su actividad, y cuya existencia en sí misma impide eliminar efectos nocivos en el funcionamiento económico.

La distinta dotación de recursos en las diferentes zonas geográficas de una economía provocan un diferente comportamiento de las variables económicas en cada una de ellas, siendo los

efectos trasladados posteriormente al resto del ámbito geográfico de la economía en mayor o menor medida en función de la libertad de movimiento de los factores productivos existente en la misma. Como consecuencia de ello, las medidas adoptadas por las autoridades económicas tienen también diferentes efectos en las distintas zonas, lo que obliga a llevar a cabo actuaciones singulares, distintas o adicionales a las de carácter general, según las regiones, para lograr en todas ellas el resultado deseado.

Desde el punto de vista de la eliminación de los procesos inflacionarios, las medidas de política regional deberán ir dirigidas a eliminar los factores que provocan que ante un mismo estímulo, del tipo que sea, una región experimente un aumento en su nivel general de precios por encima de la media del resto del país, o bien que ante las medidas adoptadas para su reducción, los resultados obtenidos sean inferiores a los que tales medidas han tenido en el resto del territorio. Para lograrlo es preciso actuar sobre las causas que provocan esas diferencias.

Diferentes estructuras de los mercados de factores, bienes y servicios, junto a las diferentes dotaciones de los primeros provocarán diferentes reacciones en los agentes, generando hábitos de conducta en los mismos que incrementarán los efectos de esa desigualdad. Medidas dirigidas a mejorar los servicios (en especial los de distribución y transporte), facilitar la adopción de técnicas de producción acordes a la dotación de los factores existente en la zona económica considerada, así como la dotación de nuevos factores económicos, cuando ello sea posible (o facilitar su transferencia vía-mercados, desde otras zonas), y a más largo plazo, la corrección de los hábitos exis-

tentes, eliminarían estas diferentes reacciones. Las políticas regionales deben ir dirigidas al logro de estas condiciones, no sólo por razones de equidad social, si no por el propio interés de lograr un desarrollo sostenido de la economía.

La existencia de diferentes sectores económicos, que utilizan técnicas de producción muy distintas, y que, por las causas que sea, han adoptado una determinada estructura productiva, va a ser otro de los aspectos que dan lugar dentro de la economía a reacciones diferentes ante iguales estímulos, pero no ya dentro de una zona geográfica si no en el conjunto de la economía (si bien, ante la diferente dotación de factores en las distintas zonas, ambos aspectos pueden ser simultáneos, y de hecho lo son).

Las políticas económicas de carácter global van a tener muy diferentes efectos sobre cada uno de los sectores y subsectores de una economía, y la existencia, por ejemplo, de "cuellos de botella" en la producción derivados de la falta de una estructura productiva flexible, o la inexistencia de servicios dinámicos, van no sólo a evitar sus efectos si no a producir otros en diferente dirección a la deseada. Por ello, al adoptarse medidas dirigidas a reducir un proceso inflacionario deberá tenerse en cuenta la forma de generación de precios, tanto de los factores como de los bienes, que existe en los diferentes sectores productivos, e incluso en los subsectores más importantes, para tomar en cada uno de ellos medidas de carácter adicional que permitan que los efectos de mismas sean similares en todos ellos, o bien que no se produzcan alteraciones no deseadas, o al menos no previstas, de las situaciones relativas entre los diferentes sectores. Para ello, las medidas adicionales

deberán ir dirigidas a evitar las reacciones "específicas" que dichas medidas tienen en los mismos, como consecuencia de su especial estructura, actuando bien sobre la propia estructura, o bien sobre las causas que generan la misma, o sobre ambas.

En cualquier caso, la adopción de medidas de política regional y sectorial resultan imprescindibles ya que van a ir dirigidas a modificar la estructura económica en ambos contextos, que son el determinante, en un alto porcentaje, de lo que hemos definido como inflación estructural, cuya eliminación no puede lograrse mediante medidas de política económica de carácter conjuntural, ya que las mismas bien tendrán una respuesta "temporal", que se concretará en la modificación inicial de los factores utilizados, hasta que el efecto de la medida desaparezca, o se produzcan alguno de los efectos nocivos derivados de esa propia estructura, o bien no se producirá efecto alguno en el sentido deseado, y puede que la propia estructura existente facilite un efecto indeseado cuando dicha medida pierda su efecto inicial, con lo que el resultado sería incluso negativo en esos sectores o regiones.

En cualquier caso, este tipo de medidas puede servir como complemento adecuado a aquellas que hemos venido considerando en los puntos anteriores, y deben tenerse muy en cuenta antes de adoptar las medidas de política cambiaria que se van a continuación se van a comentar.

La Política Cambiaria

Por último, dentro de las medidas dirigidas a eliminar los procesos inflacionarios, podemos contemplar la adopción de políticas cambiarias que afecten a las operaciones de comercio

exterior. Así ante una inflación que tenga su causa en los incrementos de costes provocados por una elevación del precio de las importaciones, o que nazca por un exceso de demanda de productos exportables, es fácil conceder que las medidas dirigidas a reducir las importaciones (sustituyéndolas por bienes domésticos) y las exportaciones (mediante la imposición de tasas a la exportación, por ejemplo), podría dar lugar a una menor presión inflacionaria. Si la economía se desenvuelve en un sistema de tipos de cambio flexibles, pero con una flotación "sucia", será el manejo del tipo de cambio el que nos permita influir sobre la presión inflacionista originada en el exterior de la economía.

Pero todas estas medidas aducidas de forma tan simple chocan con la necesidad de lograr el equilibrio externo, simultáneamente con la obtención del equilibrio interno, uno de cuyos aspectos es la estabilidad de los precios. Este último aspecto se considerará de forma detenida en el tercer capítulo del presente trabajo doctoral, en el que se realizará un análisis de la balanza de pagos, y la interrelación entre los equilibrios interno y externo, pero se puede adelantar aquí que tampoco será posible mediante una política cambiaria lograr controlar los procesos inflacionarios de una economía ya que las medidas que son necesarias para obtenerlo generan problemas aún mayores, que no pueden mantenerse de forma permanente, y carecen de eficacia.

La combinación de políticas económicas

Por lo tanto, este largo análisis nos ha servido, tan sólo, para poder afirmar que, en condiciones reales, no es posible

controlar y eliminar un proceso inflacionario mediante la actuación aislada de un determinado tipo de política económica, ya que la interrelación de los objetivos económicos implica que al tratar de afectar a uno de ellos se altera el valor de otras variables que también constituyen objetivos para las autoridades económicas. Por ello será necesario lograr la combinación más adecuada para reducir el nivel de precios, o mejor dicho su incremento, mientras que se mantiene la tasa de crecimiento de la economía, y con ello el nivel de empleo, lográndose al mismo tiempo un equilibrio de la balanza de pagos y una distribución más equitativa de la renta y la riqueza alcanzadas por la sociedad, para lo que siguiendo la Regla de Tinbergen, serán necesarios tantos instrumentos de política económica como objetivos independientes se deseen alcanzar.

En el cuarto capítulo de este trabajo doctoral se considerarán cuales pueden ser dichas combinaciones, no siempre fáciles de conseguir, ya que si se intenta reducir la inflación acudiendo a la política monetaria, aumentando los tipos de interés o restringiendo el crédito, se afecta negativamente a la inversión, al empleo y al crecimiento; si se intenta utilizar, por el contrario, la política fiscal reduciendo el gasto público, o incrementando los impuestos, también se obtienen efectos nocivos sobre las variables descritas; si lo que se intenta es aplicar una política de rentas, los desincentivos a la inversión hacen también su aparición; las políticas regionales y sectoriales no pueden ser realizadas con un visión a corto, o medio plazo, por lo que deben ir acompañadas de otras medidas de política económica; y establecer algún tipo de control de cambios lo único que produce es una pérdida de competitividad

real a nivel internacional, que tarde o temprano (y más bien ésto último) se traduce en la caída de la producción. Habrá que ver cuales son, según las condiciones de cada momento, las medidas que se deberían tomar, por ser más eficaces en la lucha contra la inflación, y cuales las medidas compensatorias, que sin disminuir de forma importante la efectividad de la primera, permitan mantener los niveles de crecimiento, y de las variables que lo determinan, en una senda creciente, o estable. Es decir, podríamos considerar que lo que intentamos es conseguir lo que el profesor Alberto ALONSO (36) denomina una tasa de crecimiento no aceleradora de la inflación.

CAPITULO SEGUNDO

LOS TIPOS DE INTERES

Los tipos de interés: Definición

Una vez que hemos realizado un breve análisis de la inflación vamos a pasar a considerar otra variable económica que, junto con la anterior, han centrado durante mucho tiempo la discusión en los ambientes económicos, tanto por la discrepancia en su propio concepto como en los efectos que de ella puede derivarse. Esta variable es la tasa de interés, o tipo de interés.

Como ya hice con la inflación voy a intentar dar una definición del tipo de interés, o más correctamente de los tipos de interés, que permita saber en todo momento a que me estoy refiriendo cuando utilice este término en posteriores análisis, pero previamente voy a resumir en muy pocas líneas cual ha sido el camino que tal concepto ha seguido a lo largo de la evolución del pensamiento económico, para lo cual utilizaré algunos términos o expresiones que sólo en apartados posteriores pasaré a analizar, como puede ser el de tipo de interés "real", por ejemplo.

Como bien indica Mark BLAUG (37) "En la teoría clásica, la tasa de interés del mercado no estaba determinada por la cantidad de dinero en circulación: los economistas clásicos sostu-

vieron una teoría del interés real. La tasa de interés está determinada en última instancia por las mismas fuerzas reales que gobiernan la tasa de beneficio del capital, porque en el equilibrio son iguales ambas tasas...". Con esta postura se separaban de la teoría mercantilista de la tasa de interés, que era una teoría 'monetaria' basada en el valor nominal de dicha variable. John Stuart MILL (38) afirmó que la tasa de interés está determinada por la demanda de préstamos (integrada a su vez por la demanda privada y pública de inversión, y la demanda improductiva de consumo), y la oferta de fondos prestables (constituida por los ahorros y el montante de efectivo y depósitos bancarios). Según nos indica Stuart Mill (39) "... el tipo de interés depende esencial y permanentemente de la cantidad relativa de capital real ofrecida y demandada en calidad de préstamos...", y nos dice además que "... el tipo de interés determina el valor y el precio de todos aquellos artículos vendibles que se solicitan y se compran, no por sí mismos, si no por la renta que pueden producir..." (40). Para Carl MARX el interés aparece incluido en el beneficio, siendo un ingreso derivado de éste, pero no determinado por él, ya que serán las condiciones capitalistas de los préstamos los que van a influir en su valor. Alfred MARSHAL consideró, según Mark Blaug (41), que "La tasa de interés real está gobernada del lado de la oferta por la 'perspectiva' o la preferencia por el tiempo, y del lado de la demanda por la 'productividad' física neta del capital, que crea por sí misma un descuento del valor del futuro. Dentro de la "Teoría austriaca del interés", BÖHM-BAWERK regresa a la teoría clásica del fondo de salarios, considerando que el tipo de interés surge del préstamo de ingreso presente contra la

promesa de ingreso futuro, existiendo tres razones que lo originan:

- Las diferentes circunstancias de deseo y provisión en el presente y en el futuro, que mantienen los individuos.

- La subestimación de ese futuro" que realizan los mismos.

- La superioridad técnica de los bienes presentes sobre los bienes futuros, ya que ante incrementos de la inversión el nivel de producción aumenta, pero de forma decreciente.

Según indicó Irving FISHER, las dos primeras razones operan del lado de la demanda de préstamos tanto como del lado de la oferta, mientras que la tercera razón sólo afecta a la primera en lo referente a la demanda de préstamos productivos, por lo que ésta última, por sí sola, no permite, crear un premio sobre los bienes presentes. Para Fisher la tasa de interés es el precio que se paga por el ingreso actual, en lugar del ingreso más tarde, y su determinación depende de la interacción de la "inclinación" o "nivel de impaciencia", y la "oportunidad de inversión", o "rendimiento sobre el costo" (42). Para John Maynard KEYNES "... la tasa de interés es un fenómeno altamente psicológico ... quizá fuera más exacto decir que la tasa de interés es un fenómeno muy "convencional" (43), "... la tasa de interés no puede ser recompensa al ahorro o a la espera ... es la recompensa por privarse de liquidez durante un periodo ... es ... la inversa de la proporción ... entre la suma de dinero

y lo que se puede obtener por desprenderse del control del dinero a cambio de una deuda" (44), y nos indica posteriormente que "Todo lo que la propensión -del público- al atesoramiento puede conseguir es fijar la tasa de interés a la que el deseo global de atesorar iguale al efectivo disponible ... el interés es la recompensa por no atesorar" (45). "... la tasa de intereses rige las condiciones en que se proveen dichos fondos (los fondos disponibles para nuevas inversiones, cuya demanda, como igualmente nos indica Keynes en el parrafo anterior, es regida por la curva de eficiencia marginal del capital) ... lo que determina la tasa de interés es la interacción de la curva de eficiencia marginal del capital y de la propensión psicológica a ahorrar" (46). Para Joan ROBINSON "... el interés es una clase de ingreso, y la tasa de interés la relación entre ese ingreso y la riqueza que se destina a obtenerlo, por lo que los problemas surgirán de la variación que se produzcan en éstas ya que, como nos indica "el interés es un pago contractual por el préstamo ... de fondos pecuniarios ..." (47) y "... un cambio en el nivel de las tasas de interés significa un cambio en los términos en que se puede obtener ingreso a través de la posesión de riqueza" (48). Esta visión del interés y de su tasa nos permite enlazar facilmente con la afirmación de Paul A. SAMUELSON, que nos recuerda que "la tasa de interés es un porcentaje por unidad de tiempo..." (49) y que es "... el precio que debe pagar un ... prestatario a un acreedor por el uso del dinero durante un periodo de tiempo", es el "rendimiento de los activos financieros ... o rendimiento de los fondos prestados" (50).

Vemos, por tanto, que todos estos autores relacionan el ti-

RENTA		CONSUMO	
		AHORRO	ATESORAMIENTO
			PRESTAMO

- 108 -

y por unidad de los mismos, para un plazo determinado, que iguala la demanda de préstamos, realizada por los agentes que desean liquidez para afrontar inversiones o incrementar su consumo presente, y la oferta de aquellos otros que optan por obtener un ingreso mayor en el futuro, en detrimento de su consumo presente o de mantener un mayor nivel de liquidez, decisión que puede verse influida por la expresión en términos monetarios del mismo, que ante incertidumbres sobre la evolución real de los precios, no reflejen exactamente la relación entre los valores presentes y futuros que el tipo de interés debería representar. Por lo tanto, el tipo de interés representa un coste para los primeros, prestatarios, y un ingreso para los segundos, prestamistas, que tendrá su concreción en un periodo posterior al del préstamo (o incluso en el mismo periodo).

Esta definición, que no aporta nada nuevo al análisis realizado anteriormente, permitirá saber que es lo que pretendo decir cuando utilice el término "tipo de interés" en mi análisis. Sin embargo, es conveniente que explique de forma más detallada algunas de las características de esta definición. El carácter de precio de los fondos prestables, o precio del crédito, no merece un mayor comentario que el realizado hasta este momento. Al referirme a que se expresa en términos por unidad de fondos prestables destaco que el interés, como representación de coste e ingreso, depende de la cantidad prestada. Asimismo, con la mención a un plazo determinado se pone de manifiesto que existirán tantos tipos de interés como plazos a los que los agentes quieran prestar el dinero. La alusión a las causas que determinan el crédito, se analizarán en los siguientes apartados de este capítulo, así como la diferencia entre

los tipos de interés nominales y reales, y el carácter del tipo de interés para cada clase de agente que se deduce del último punto de la definición.

El origen del interés y su tasa: Clases y efectos.

Podemos afirmar que las fuentes primarias que dan lugar a la existencia de la estructura de tipos de interés, determinada por los diferentes valores de los mismos en función de los distintos plazos del crédito, serán las siguientes:

- Los distintos gustos de los agentes, que provocan que éstos muestren una mayor o menor aversión al riesgo, eligiendo entre un consumo futuro (dentro de ciertos límites) frente a un consumo presente de forma diferente unos de otros, y que respondan de modo distinto ante las variaciones de precios, es decir, presenten un mayor o menor nivel de "ilusión monetaria", etc.

- Los distintos niveles de renta y riqueza de los agentes y, lógicamente, las diferencias en su distribución, que provocan el que, aunque las diferencias del primer punto no fuesen importantes, determinados agentes puedan repartir su ingreso entre consumo y ahorro, primero, y atesorar o prestar éste último, después, de muy distinta forma, al tener diferentes necesidades.

- Los muy distintos usos que puede tener el dinero obtenido por los agentes que puede llevar, si su utilización es la idónea en cada momento, a obtener una cantidad mayor a la del préstamo recibido, y que no se hubiese logrado de no recu-

rrir al crédito.

Vemos, por tanto, que el tipo de interés nacería de la distinta situación económica entre dos periodos de tiempo, por el mero transcurso del mismo, lo que nos llevaría a analizar las variaciones que se producen entre ambos y que afectan, y se ven a su vez afectadas, por el tipo de interés y su posible alteración durante ese transcurso del tiempo, distinguiendo en primer lugar entre el periodo considerado, por lo que hablaremos de tipos de interés a corto y largo plazo; y tipos de interés nominales y reales, si consideramos la variación que puede producirse en los precios durante el lapso de tiempo considerado.

Tipos de interés a corto y largo plazo

Un mismo activo, o cantidad de dinero, presenta distintas tasas de interés en función del plazo al que el mismo sea prestado, dando lugar a lo que se conoce como "estructura temporal de los tipos de interés", de forma que a mayor plazo mayor será, en condiciones normales, el tipo de interés, como consecuencia del mayor riesgo que existe de que la deuda no pueda ser devuelta, o de que los precios y las condiciones relativas se alteren, así como la mayor probabilidad de que surjan "inversiones alternativas" que pudieran hacer menos rentable la concesión del crédito. Así, aunque no existiesen expectativas de que los precios fuesen a variar durante el periodo del préstamo, existen razones para que los tipos de interés a largo plazo superen a los tipos de interés a un plazo menor.

Sin embargo, son muchas las causas que pueden influir sobre los tipos de interés, y la rentabilidad de los distintos activos, en general, que den lugar a valores de los tipos de inte-

rés a corto plazo superiores a los de un plazo mayor. Una determinada estructura fiscal, que grave de forma distinta las reinversiones que las inversiones a largo plazo, en perjuicio de estas últimas, incertidumbres y expectativas de una disminución de los tipos de interés, en situaciones en que los tipos de interés a corto plazo son elevados, etc. Políticas restrictivas, de carácter coyuntural dirigidas a restringir el crédito a corto plazo, que elevará de forma "artificial" la tasa de interés del periodo, etc. Detrás de casi todas estas situaciones se esconden las variaciones de los precios que pueden generar las mismas, además de marcar la diferencia entre los tipos nominales y reales de interés.

Tipos de interés reales y nominales

Irving Fisher indicaba que, a un nivel de precios constantes, la tasa de interés monetaria de los préstamos 'sin riesgo' será igual a la tasa de interés real. La distinción entre una y otra es la tasa de cambio del nivel de precios, es decir, la tasa de inflación, de forma que un cambio de la tasa de interés monetaria es lo mismo que un cambio en el nivel de precios, si bien hay que hacer la salvedad de que la tasa relevante en esta relación es la tasa "esperada" de inflación, es decir, el incremento porcentual que según las expectativas formadas por los distintos agentes sufrirán los precios durante el periodo considerado, como bien indican Stanley FISCHER y Rudiger DORNBUSCH (51), lo que da lugar a discrepancias entre la tasa real alcanzada al final del periodo y la que se creía iba a obtenerse, lo que provoca movimientos no anticipados de la tasa real de interés que pueden tener efectos, de distinto signo, sobre las va-

riables económicas, una vez más como consecuencia de la existencia de un proceso inflacionario difícil de controlar.

Efectos de la variación de la tasa de interés

Milton FRIEDMAN (52) nos indica que "los tipos de interés afectan a muchísimas decisiones, tales como:

- La estructura temporal del consumo, puesto que los términos en que pueden intercambiarse las corrientes de renta de diferente conformación temporal dependen del tipo de interés.

- La forma en que se conservan los activos. ...

- El carácter y la estructura de la producción.

- La composición del producto social, es decir, la fracción del producto total que se transformará en inversión y la proporción que será bienes de consumo. ...

- La proporción entre riqueza no humana y riqueza total y la cuantía de las reservas para contingencias. ... prescindiendo de los posibles efectos a corto plazo del tipo de interés sobre el nivel de actividad."

KEYNES señaló muy claramente que "... la influencia de los cambios moderados en la tasa de interés sobre la propensión a consumir es generalmente pequeña. ... La influencia de cambios en la tasa de interés sobre el monto que realmente se ahorra es de vital importancia, pero se ejerce en dirección opuesta a la que generalmente se supone ..." (53), y establece la relación entre la tasa de interés y la inversión, la riqueza y la ocupa-

ción. Respecto a la relación entre la tasa de interés y la inversión asegura que "... el incentivo a invertir depende de la relación entre la curva de eficiencia marginal del capital y el complejo de tasas de interés ..." (54), y en lo relativo a la riqueza "... La creación de nueva riqueza depende completamente de que su rendimiento probable alcance el nivel establecido por la tasa corriente de interés ..." (55), y por lo que se refiere a su relación con la ocupación determina que "... la tasa monetaria de interés juega un papel peculiar en la fijación de un límite al volumen de ocupación ... marca el nivel que debe alcanzar la eficiencia marginal de un bien de capital durable para que se vuelva a producir ..." (56).

Antonio ARGANDOÑA (57), al analizar la distinción entre las tasas nominal y real de interés que establece Fisher, nos indica la influencia de cada una de ellas sobre la distribución de la riqueza y la inversión, siendo su valor nominal el que va a determinar la distribución de la riqueza, por lo que será este valor el que esté implícito en la curva que representa el equilibrio entre la demanda y la oferta de liquidez (curva LM), y su valor real el que determine los niveles de inversión, siendo los relevantes a la hora de analizar el equilibrio en el mercado real, de bienes y servicios, en el que los niveles de ahorro y los de inversión son iguales (curva IS) (58).

Luis Angel ROJO (59) afirma que "Es ... el tipo de interés real, no el monetario, el que actúa como tasa de transformación entre los bienes y servicios presentes y futuros, e induce ... con sus variaciones, efectos de sustitución en el consumo temporal cuando en la economía se registran expectativas de variación de los precios de consumo ..." e indica que "... varian-

ciones en el tipo de interés actúan sobre el nivel de equilibrio del producto nacional bruto en términos reales ..." (60).

Paul A. SAMUELSON (61), al referirse a la influencia de la inflación en la demanda de dinero nos indica que "... ésta última depende del nivel de los tipos de interés nominales - que había definido como los rendimientos monetarios de activos monetarios- ... el tipo de interés relevante para las decisiones de inversión es el real - que es, por el contrario, el rendimiento de un activo expresado en bienes reales y no en un patrón de medida monetario decreciente- ..." y añade, refiriéndose a los efectos a corto y largo plazo en los tipos de interés, que pueden ser contrarios entre sí.

Beneficiándonos de la opinión de los autores citados, podemos afirmar que las modificaciones de la tasa de interés afectarán, directa o indirectamente, a la práctica totalidad de las variables reales de la economía, lo que nos va a obligar a considerar algunos de los aspectos de estas relaciones, destacando la propiedad que los keynesianos destacaron de la tasa de interés como variable de conexión entre los tres mercados de la economía, el real, el monetario y el de bonos, e indicaremos las limitaciones que presenta su utilización como variable de política económica.

La decisión de ahorrar: consumo presente contra consumo futuro

Podemos ver como, aunque se reconozca que la tasa de interés incide directamente sobre la opción entre atesorar o prestar el montante ahorrado de la renta, también se puede observar los efectos que las variaciones de la tasa de interés pueden tener sobre la distribución de la renta entre consumo y ahorro,

como nos indica el propio Keynes en la primera de sus citas que hemos destacado en el apartado anterior.

No presenta ninguna dificultad suponer que los agentes económicos no van a gastar toda su renta durante el periodo, o que al menos no todos la van a gastar, es decir, que va a existir un volumen de ahorro que, según Keynes, depende de factores objetivos (volumen de ingreso real neto, cambios imprevistos en el valor de los bienes de capital no considerados en el ingreso neto, y cambios en la tasa de descuento del futuro -que establece el intercambio entre bienes presentes y futuros-) y subjetivos (generación de reservas para contingencias imprevistas, provisiones para el futuro, preferencia del consumo futuro, creencia en un gasto gradualmente creciente, intentar alcanzar un cierto grado de independencia, de nivel de manioobra, o un simple deseo de legar algo a los sucesores, o meramente avaricia). Estos factores objetivos y subjetivos, al determinar la propensión a consumir de la sociedad, están determinando simultáneamente la propensión a ahorrar de la misma.

Dentro de todos estos factores podemos encontrar algunos que se ven afectados por variaciones de la tasa de interés (ya que la tasa de descuento incluida como factor objetivo por Keynes no es, como él mismo indica, lo mismo que la tasa de interés, ya que ésta tiene en cuenta cambios futuros previstos en el poder adquisitivo del dinero).

Una vez aceptada la influencia de las variaciones del tipo de interés sobre la distribución de la renta entre consumo y ahorro vamos a utilizar el denominado diagrama del interés de Fisher para analizar el intercambio entre consumo presente y futuro que encierra el fenómeno del ahorro, así como para obte-

ner el valor de la tasa de interés expresada en términos de relación de intercambio entre condiciones presentes y futuras.

Para el presente análisis vamos a definir el ahorro como la abstención del consumo, que se concreta en aquella parte de la renta que los agentes económicos, que denominaremos consumidores en este apartado, no se gastan en el periodo actual, para hacerlo en un futuro, lo que significa que el ahorro actual se va a convertir en un consumo futuro, y para ello consideramos que solamente existirán dos periodos, el primero, en el que se consume, y el segundo, en el que se gasta la renta del periodo y la cantidad ahorrada, que se concretaría en un único bien, o conjunto de bienes, que son generalmente deseados y necesitados por todos los individuos. Si estas afirmaciones no satisfacen totalmente, al considerar que no siempre se va a llevar a cabo ese consumo futuro por parte del agente ahorrador, podemos suponer que los bienes son perecederos y no pueden ser conservados más allá de un tiempo en el que dicho consumo debería concretarse, y que los agentes no pueden pasar ambos periodos (sean lo amplios o lo corto que se desee) sin consumirlos, siendo su única opción el hacerlo en el primer periodo o en el segundo. Ninguna de estas condiciones va a aportar nada al análisis que queremos realizar, pero pueden servir para aceptar más fácilmente los supuestos planteados, y no afectan a los resultados obtenidos, al habernos referido simplemente a las condiciones de los bienes de primera necesidad, en un sentido amplio.

Cada consumidor, o grupo de consumidores homogéneos, tendrá unas determinadas preferencias entre consumir hoy o consumir mañana, es decir, ahorrar en el periodo presente, lo que permi-

tirá formar para cada uno de ellos un mapa de curvas de indiferencia, que cumplirá los axiomas clásicos, y clasificarlos en dos grandes grupos (si bien ésto no es en absoluto necesario para alcanzar las conclusiones que obtendremos), en función de la expresión de esas preferencias (gráfico 2):

- **Ahorradores**, cuyos gustos se orientan a consumir mañana, en detrimento de parte del consumo presente.

- **Consumidores inmediatos**, que prefieren consumir una mayor proporción de bienes en la actualidad, a costa de reducido su potencial de consumo futuro.

Ambos grupos de consumidores se enfrentan con la restricción que les plantea el disponer de unos ingresos limitados en cada periodo, así como de tener que pagar los productos que consumen, y para acercarnos a la realidad vamos a suponer que existe un cierto nivel de inflación que da lugar a que los precios en los dos periodos son distintos, siendo superior el precio en el periodo futuro que en el actual. Por último, si partimos de una situación en la que ambos grupos de consumidores pueden consumir la misma cantidad de bienes en cada periodo, será necesario que los que hemos denominado "consumidores inmediatos" compensen de alguna forma a aquellos que prefieren consumir menos hoy, para que les cedan esa proporción de bienes que están dispuestos a no consumir en el periodo, y suponemos que ésta compensación se efectúa en un mercado de activos, al que acuden ambos grupos. En definitiva, esta compensación altera la distribución de los ingresos de ambos grupos respecto a la que existiría de no producirse el acto de ahorro de los pri-

meros y el mayor consumo presente de los segundos.

Una vez planteada la situación vamos a concretar brevemente los supuestos en los que basamos el resto del argumento de la determinación de la tasa de interés como una relación de intercambio entre dos periodos, sin necesidad de determinar la aplicación que de la cantidad ahorrada realizan los agentes (al no haber diferenciado el consumo en sus dos vertientes principales, productivo y corriente). Los supuestos serían:

* Existen solamente dos periodos de tiempo: 1 y 2.

* Sólo consideramos un conjunto de bienes de consumo, no diferenciable en sus elementos (lo que equivale a considerar un único bien), que pasaría de un periodo a otro: c_1 y c_2 .

* Cada consumidor conoce su renta de cada periodo, así como los precios, presente y futuro, del grupo de bienes: r_1 , r_2 , p_1 y p_2 .

* El precio futuro es mayor al actual: $p_2 > p_1$, en una tasa $d = (p_2 - p_1)/p_1$.

* El consumidor puede ahorrar una parte de su renta del primer periodo: A (siendo nulo el ahorro del segundo, al suponer que consume toda su renta), siendo el valor de dicho ahorro la diferencia entre su renta y el gasto:

$$A = y_1 - (p_1 \times c_1)$$

* Existe un mercado de préstamos, en el que existe un tipo de interés i , que representa el coste del dinero, y que permite obtener una renta mayor o menor en el segundo periodo, en función de la cantidad ahorrada o desahorrada.

Por lo tanto, la renta del segundo periodo se verá incrementada, o reducida, en el ahorro, o desahorro, y los intereses:

$$R_2 = r_2 \pm [A + (A \times i)]$$

Siguiendo el simple razonamiento matemático que acompaña al gráfico 2, obtenemos la restricción presupuestaria a la que se enfrenta cada consumidor a la hora de tomar la decisión de consumir o ahorrar, e invertir lo ahorrado:

$$\frac{R_1 (1 + i) + R_2}{\text{INGRESO}} = \frac{p_1 \times c_1 (1 + i) + p_2 (1 + d) \times c_2}{\text{GASTO}}$$

Podemos así establecer una relación marginal de sustitución entre los dos periodos de consumo, denominada Relación Marginal de Preferencia Temporal, que represente la cantidad de consumo futuro al que se está dispuesto a renunciar para consumir una unidad adicional del bien considerado en el periodo actual. Su valor vendrá expresado por la pendiente en el punto en el que son tangentes la Curva de Balance del consumidor, que determina el nivel máximo de consumo que puede lograrse, combinando el de los dos periodos, y la Curva de indiferencia del consumidor que represente el mayor consumo compatible con la restricción anterior, y su expresión será la siguiente:

$$RMST_{c_1, c_2} = \frac{1 + i}{1 + d}$$

Vemos fácilmente que la elección entre consumo presente y consumo futuro, es decir, entre consumo y ahorro, se verá determinada por la contraprestación que se reciba a cambio de la cantidad ahorrada, es decir, como indicaba Keynes, por la recompensa por no atesorar la cantidad no gastada, y por la variación que experimenten los precios durante el periodo de espera. Si suponemos que durante el mismo los precios no varían, el único factor que influiría en la decisión de ahorrar, y prestar la cantidad ahorrada, sería el tipo de interés. Si, por el contrario, lo que suponemos es que no existe remuneración alguna para el ahorro que se realiza, la única variable que influirá en la decisión de ahorrar o consumir será la variación que experimenten los precios, que alterarán la decisión que tomarían los agentes, en función de sus gustos y preferencias, y obligarán a consumir una mayor cantidad en el periodo presente de lo que se preferiría en caso de no existir inflación.

Pero lo que interesa destacar en este análisis es que, al introducir el mercado de crédito, hemos convertido a nuestros "consumidores inmediatos" en **"prestatarios"** y a nuestros "ahorradores" en **"prestamistas"**, y que la variación del tipo de interés va a influir sobre su decisión de forma distinta, alterando su diferente esquema de preferencias, por lo que vamos a hacer un breve comentario a los efectos de las variaciones del tipo de interés sobre ambos, para lo cual nos serviremos del gráfico 3.

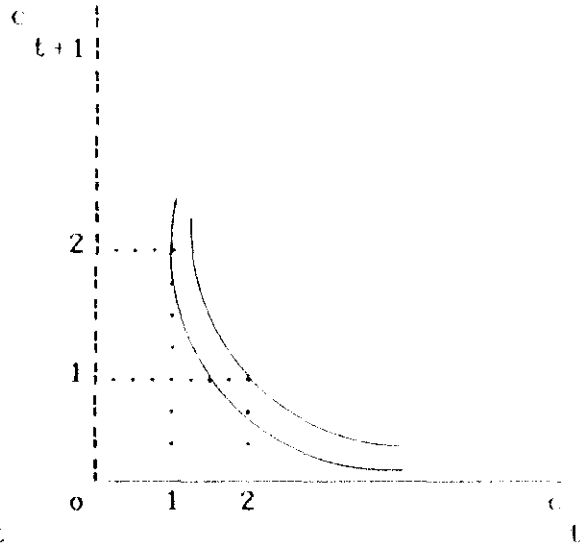
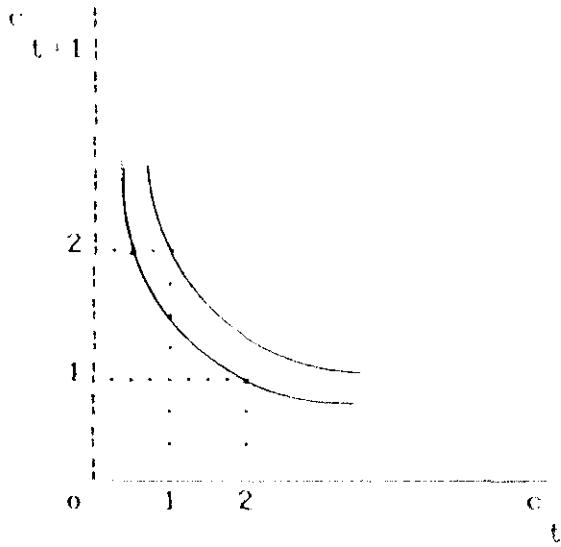
GRAFICO 2

DIAGRAMA DEL INTERES DE FISHER Y CURVA DE OFERTA DEL AHORRO

CONSUMIDOR PACIENTE

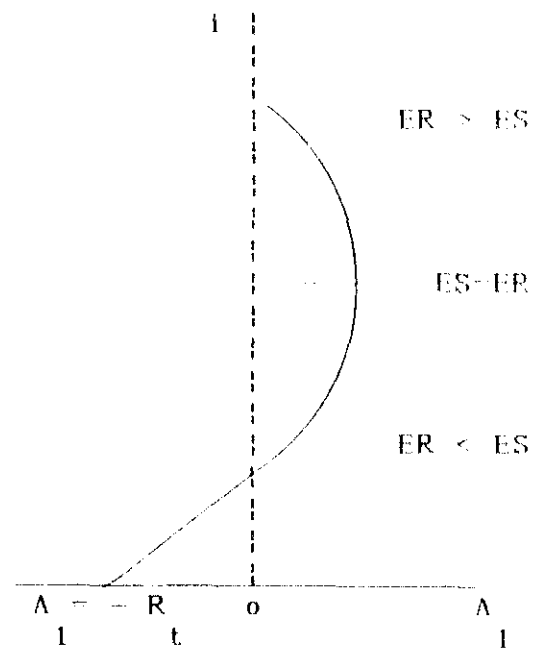
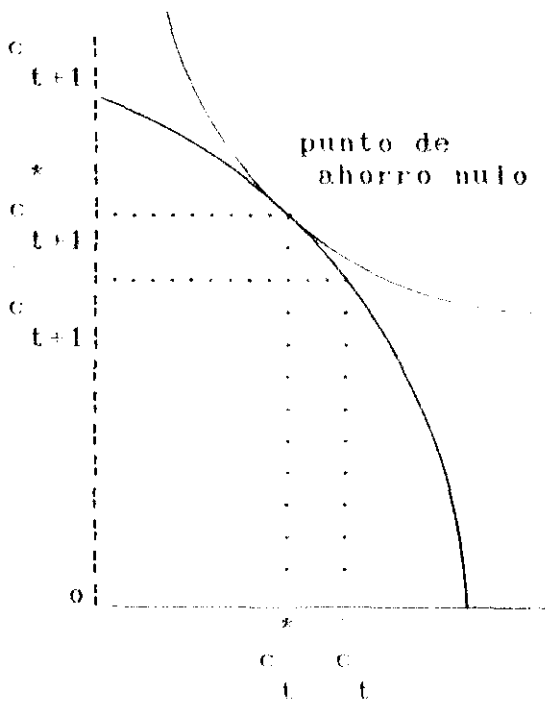
CONSUMIDOR INMEDIATO

(AHORRADOR)



CURVA DE INDIFERENCIA
DEL CONSUMIDOR

CURVA DE OFERTA DEL AHORRO



prestamista

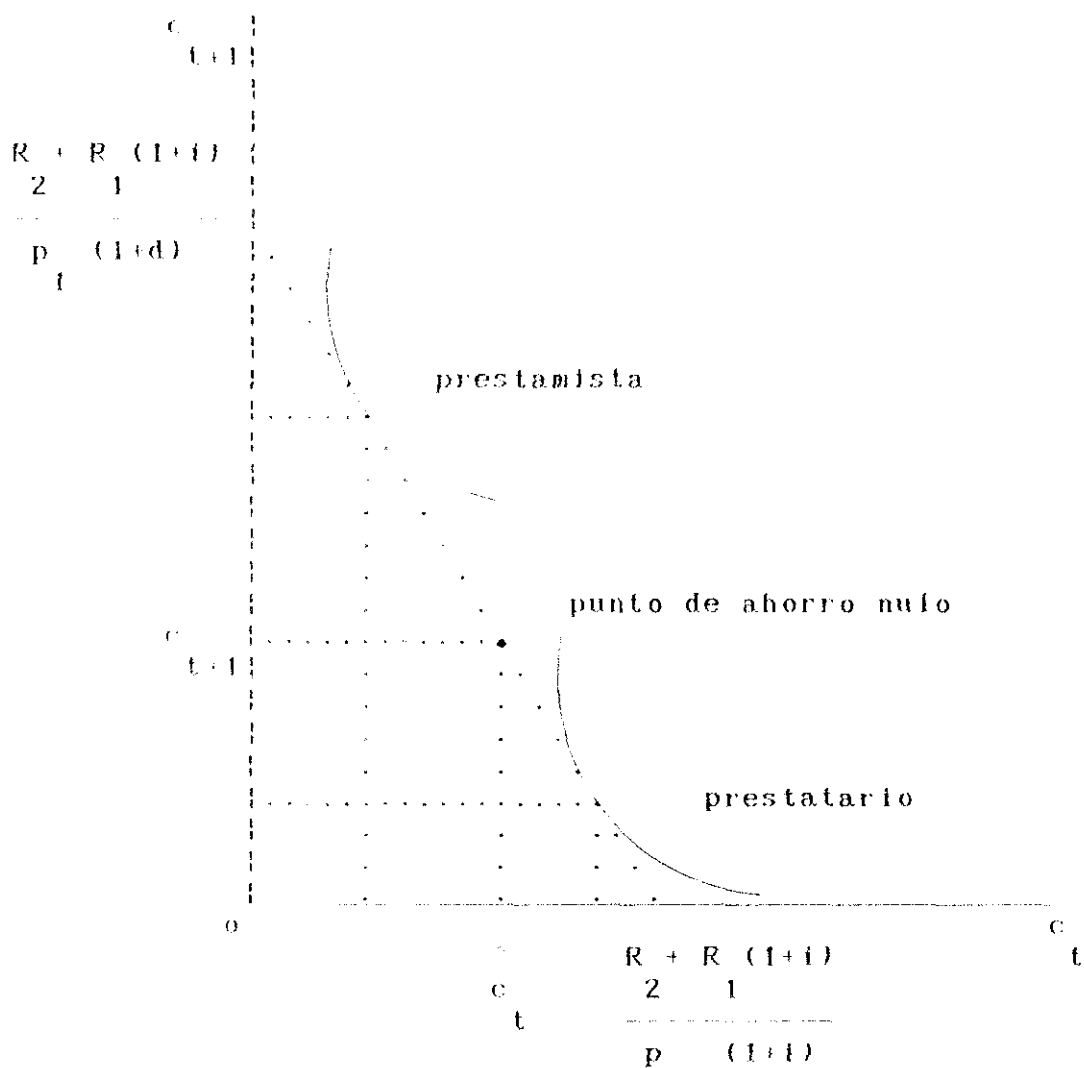
prestatario

prestatario

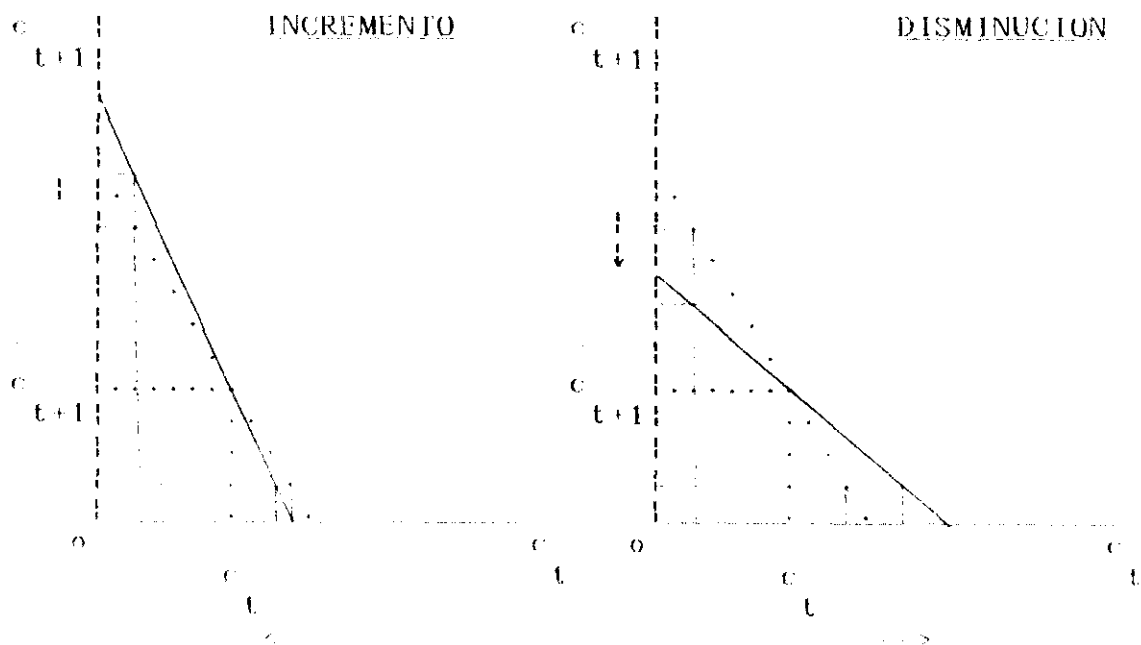
prestamista

GRAFICO 3

EFFECTO DE LA VARIACION DEL TIPO DE INTERES SOBRE EL AHORRO



VARIACION DEL TIPO DE INTERES



Efecto de la variación del tipo de interés sobre un prestamista

Al variar el tipo de interés cambiará la pendiente de la restricción presupuestaria. Sin embargo, esta nueva pendiente tendrá que pasar por el que denominaremos punto de "ahorro nulo", que será el que determinen los consumos que se realizarían en caso de no ahorrarse nada en el primer periodo (caso posible siempre, si bien no tiene por que producirse), ya que dicha decisión no se ve influenciada por la variación del tipo de interés.

Como suele suceder cuando se alteran las situaciones relativas existentes, se puede dividir el efecto de la variación en dos efectos parciales, efecto sustitución y efecto renta. Mientras el primero refleja el cambio producido en la Relación Marginal de Preferencia Temporal, el segundo nos indica la variación que se produce en la renta por la alteración del tipo de interés, que va influir en la renta que el prestamista obtiene en el segundo periodo. Un aumento del tipo de interés, en consecuencia, va a proporcionar un mayor consumo futuro para el prestamista (si suponemos que el bien considerado es un bien normal, tanto en su comportamiento presente como futuro), ya que el coste de oportunidad de consumir en el primer periodo es ahora mayor, por lo que verá incrementado su deseo de diferir su consumo al periodo posterior y prestar el ahorro generado, y además, por el ahorro realizado, podrá obtener un mayor consumo futuro de lo que conseguía antes (con independencia de que realmente aumente su ahorro). Es decir, por ambos efectos, sustitución y renta, aumenta el consumo futuro del prestamista, si bien quedará indeterminado el volumen de ahorro, ya que dependerá de sus gustos, aunque su valor quedará acotado por el vo-

lumen de ahorro que realizaba con un tipo de interés inferior, pues suponemos que el comportamiento de los agentes es racional.

Efecto de la variación del tipo de interés sobre un prestatario

Al incrementarse el tipo de interés, como hemos supuesto en el apartado anterior (siendo válido el razonamiento para una situación inversa, en la que cayese el valor de esta tasa), y verse incrementado el coste de oportunidad de consumir en el periodo actual, se tenderá a consumir una mayor cantidad en el futuro. El prestatario, que prefería consumir una mayor cantidad de bienes en el periodo actual, realizando en consecuencia lo que podríamos denominar "desahorro", en detrimento de su consumo futuro, tendrá unos estímulos menores para mantener sus preferencias, y consumirá menos de lo que lo hacía cuando el tipo de interés era menor. Su renta se podrá ver reducida por el mayor interés que debe pagar por el consumo adicional que realice en el presente, pero se incrementará en este mismo periodo si el incremento del tipo de interés es tal que incita al prestatario a convertirse en prestamista, por lo que lo único que queda determinado es que se produce, en cualquier caso, una disminución del consumo presente realizado por el prestatario, que se traduce en una disminución del desahorro que realizaba.

Esta breve reflexión nos lleva a concluir que los incrementos en las tasas de interés provocan un mayor incentivo para el ahorro y el prestamo del mismo, así como desincentivan el consumo presente. Paralelamente, las disminuciones en el tipo de interés van a desincentivar el ahorro y su inversión. En cualquier caso, la existencia de algún tipo de retribución del aho-

rro altera las decisiones que los agentes adoptarían en el caso de que no existiesen, es decir, modifican sus preferencias, llegando a poder cambiar sus hábitos, como explica la Curva de Oferta del Ahorro (gráfico 2), que se obtiene variando el tipo de interés, y determinando la cantidad de ahorro en cada caso.

El tipo de interés y la liquidez: La decisión de invertir.

Como hemos visto en el apartado anterior, las variaciones del tipo de interés van a influir en las decisiones que los agentes adoptan sobre la distribución de su renta entre consumo y ahorro. Sin embargo, esta tasa va a tener una influencia más directa en la decisión que dichos agentes deben realizar sobre la forma en que desean mantener el ahorro realizado, es decir, en la "composición de su cartera", y el volumen de dicho ahorro que van a mantener en forma "liquida", o lo que es lo mismo, la cantidad de dinero efectivo que desean conservar. Como indicó Keynes, la tasa de interés es la recompensa por privarse de la liquidez durante un periodo, y una vez conocida los agentes, en función de lo que denominó "preferencia por la liquidez", determinan que cantidad de dinero guardarán. Como ya se ha indicado, Keynes supo destacar el carácter de "activo líquido" del dinero, que no había sido debidamente considerado por los economistas "clásicos" anteriores a él, y concretar los motivos por los que los distintos agentes pueden optar por mantener un porcentaje de su ahorro en forma liquida, pese a no estar debidamente retribuido. Estos tres motivos de la preferencia por la liquidez, conocidos por todos, y que constituyen a su vez las razones por las que los agentes van a demandar dinero, según

nos indica Keynes (62), serían:

* El motivo **transacción**, que Keynes define como "... la necesidad de efectivo para las operaciones corrientes de cambios personales y de negocios" (63). La razón última de esta demanda de liquidez es que las corrientes de ingresos y pagos de los distintos agentes no están perfectamente sincronizados, por lo que se ven en la necesidad de mantener una parte de su riqueza en forma líquida, que dependerá positivamente del nivel de renta que posea, ya que éste determinará el número de transacciones que va a poder realizar, e inversamente del tipo de interés existente, que constituye el coste de oportunidad del dinero retenido, es decir, la pérdida de rendimiento debida a su conservación, como nos indica Antonio ARGANDOÑA (64). Keynes va a subdividir este motivo transacción en dos razones diferenciadas (65):

- Motivo **gasto de consumo**, que nace de la necesidad de cerrar el intervalo entre la recepción de los ingresos y los desembolsos.

- Motivo **negocios**, dirigido a cubrir el intervalo entre el momento en que se incurre en los costos de los negocios y el momento de la venta, en el que se reciben los ingresos de la operación.

* El motivo **precaución**, que Keynes equipara al desco de seguridad respecto al futuro, y que responde a la necesidad de retener parte de la riqueza en forma de activos reales líquidos para poder hacer frente a cualquier situación imprevista, y que va a verse determinado, como en el caso anterior, de forma di-

recta por el nivel de renta de los agentes, y de forma inversa por el tipo de interés, al constituir éste el coste de oportunidad del dinero.

Los dos motivos para mantener parte de la riqueza en forma de dinero que hemos visto hasta el momento, transacción y precaución, eran los considerados por la teoría clásica, pero Keynes introdujo un tercer motivo para la demanda de liquidez, nacido de considerar al dinero como un activo de rendimiento nulo pero de liquidez absoluta, con un bajo coste de conservación:

* El motivo **especulación**, que nacería, según Keynes, del propósito de algunos agentes de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo. Es decir, este tercer motivo va a surgir por la discrepancia existente entre el tipo de interés esperado por los agentes y el tipo de interés efectivo de mercado, por lo que es esta variable, el tipo de interés, la determinante de la mayor o menor demanda de liquidez por esta razón, y será una función inversa de la tasa de interés, no teniendo importancia, en este caso, el nivel de renta de los agentes. Además, generalmente, este tipo de demanda de liquidez sólo lo realizarán unos determinados agentes económicos, especuladores, cuyo número estará en función del nivel que alcance el tipo de interés de mercado, es decir, que cuanto más cerca esté el valor de la tasa de interés de un nivel considerado "límite" (tanto por ser demasiado bajo - trampa de la liquidez -, o por estar a niveles muy altos - en términos reales -), mayor será el número de agentes que sepan, o crean saber, cual va a ser la evolución del mismo, y opten por mantener su dinero, si el tipo de interés es muy bajo, o

por invertir, en caso de que esperen que disminuya el tipo de interés por ser muy alto.

Recurriendo nuevamente a Keynes (66) "... al tratar el motivo especulación es importante distinguir entre los cambios en la tasa de interés que se deben a modificaciones en la oferta de dinero disponible para satisfacer el motivo especulación, sin que haya ocurrido alteración alguna en la función de liquidez, y aquellos que se deben principalmente a cambios en las expectativas que afectan a la función misma..." Una vez destacada esta distinción, Keynes va a establecer diversas circunstancias que limitan las posibilidades de actuación de las autoridades económicas sobre la tasa de interés que parecen haber sido olvidadas en la actualidad, y que imposibilitan la obtención de objetivos económicos mediante la actuación sobre los tipos de interés. Estas limitaciones vendrían dadas por los siguientes aspectos:

- Las autoridades económicas no pueden restringir las operaciones a unos títulos particulares, lo que va a provocar que los efectos de su actuación puedan ser contrarrestados por los movimientos en los demás títulos, así como verse influenciados por la aparición de nuevos activos, cuyo control escapa de las autoridades económicas, como ha venido sucediendo en la historia reciente española, con un proceso de innovación financiera que, en muchos momentos, ha escapado a los intentos de las autoridades económicas de encauzar los mercados financieros.

- Tampoco puede forzarse la caída de la tasa de interés a niveles tan bajos que la preferencia por la liquidez pueda volverse virtualmente absoluta, al preferir los agentes mantener

efectivo en vez de adquirir deuda con bajos rendimientos, que es lo que Keynes denominó como "trampa de la liquidez".

- Actuaciones continuas y contradictorias pueden generar la quiebra completa de la estabilidad de la tasa de interés (que en opinión del autor de este trabajo doctoral podría llegar a producirse si se acentúa el proceso de competencia desmedida -nacida en muchos casos de intentos de obtener condiciones ventajosas ante un proceso de concentración bancaria tras la firma del Acta Unica Europea), y por el proceso internacional de competencia de tipos de interés de los diferentes Estados, para atraer capital extranjero y financiar así los crecientes desequilibrios de sus balanzas comerciales (en un proceso que recuerda la "guerra" de las depreciaciones del periodo que siguió a la Primera Guerra Mundial).

- Existen unos ineludibles costos de intermediación de los préstamos, que se sumarían al caso anterior, y cuya influencia hace disminuir muy lentamente los tipos de interés reales pagados por los prestatarios.

Todos estos aspectos deberían tenerse en cuenta a la hora de analizar la demanda de dinero y la influencia del tipo de interés sobre la misma.

En definitiva, la demanda total de dinero, y por tanto la preferencia por la liquidez en la economía (cuya curva enlaza, según Keynes (67), la cantidad de dinero con la tasa de interés), estará constituida por la suma de las tres demandas "parciales" y estará en función inversa del tipo de interés y directa del nivel de renta existente, de forma que una alteración

de las circunstancias o las expectativas ocasionará un reajuste en la tenencia de dinero de los individuos.

La decisión de invertir

En los apartados anteriores ya hemos visto como el tipo de interés influye en primer lugar en la decisión que los agentes deben adoptar sobre la distribución de su renta entre consumo y ahorro, y se han expuesto las razones que les llevan a mantener una parte de éste último en forma líquida, es decir, hasta ahora sólo hemos considerado la existencia del atesoramiento. Sin embargo, el ahorro no es bueno en sí mismo, desde un punto de vista económico, ya que, al igual que la actividad del avaro (ver como van creciendo sus riquezas) no beneficia a la sociedad (y él mismo no se beneficiaría si no fuese por que sus gustos le llevan a preferir contemplar su riqueza a obtener otros bienes con ella), tampoco el ahorro de la sociedad en su conjunto es beneficioso si no se materializa en inversiones que compensen la disminución del consumo. Al igual que el avaro prestará su dinero con la esperanza de obtener una cantidad mayor del mismo en el futuro, la sociedad invertirá su ahorro para obtener una ganancia que le permita un mayor nivel de ingresos en el futuro. Esta inversión se materializará en bienes de capital, pero previamente deberá existir un volumen de ingreso ahorrado que permita financiar la compra (y la producción) de los mismos. Para lograr todo ello, los agentes van a repartir su riqueza ahorrada entre los distintos activos posibles (dinero líquido, bienes de consumo duradero, acciones, obligaciones, títulos de la deuda, capital humano, bienes de inversión, y cualquiera otro que les pueda reportar una ganancia), de tal

forma que la rentabilidad marginal de cada uno de estos activos, en el momento de la inversión, se iguale. Además, en esta decisión influyen aspectos de carácter psicológico que se recogen en la denominada Teoría de la selección de cartera.

El momento de invertir y la Teoría de la selección de cartera

He destacado en el punto anterior, al referirme a la distribución del ahorro de los agentes entre los distintos activos, que aquella se realizaría de forma que su rentabilidad marginal fuese igual, pero no en todo momento sino en el momento en que el agente económico toma la decisión. En mi opinión, esta condición es muy importante para comprender la relevancia de los tipos de interés en la adopción de planes de inversión, ya que pone de manifiesto la imposibilidad de alterar, en muchos casos, la decisión adoptada, resaltando la trascendencia que adquiere la formación de expectativas cuando existe inestabilidad en los distintos mercados.

Como ya se ha indicado, la decisión de mantener en forma líquida una parte de lo ahorrado por los agentes estará determinado por los tipos de interés existentes, o que se esperen en el futuro, es decir, de la retribución que pueden recibir estos ahorros si se materializan en otros tipos de activo, menos líquidos. La opción por adquirir bienes de consumo duradero (como una forma de inversión), dependerá de la evolución que se suponga van a experimentar sus precios en el futuro, en comparación con los de los demás activos, con lo que en definitiva, estamos estableciendo un tipo de interés para ellos, que comparemos con el de las demás opciones. Y del mismo modo actuamos al considerar destinar los ahorros en el desarrollo del "capi-

tal humano", ya que la formación, educación, etc. se verá influida por las ganancias que en el futuro puedan obtenerse por la mayor preparación (si bien la estimación de dichas ganancias será especialmente difícil). La elección de valores de renta fija o variable responde también a las expectativas existentes en el momento de invertir, viéndose influida a su vez por la mayor, o menor, posibilidad de transformar estos activos en liquidez o en otros activos, con el menor coste posible, es decir, del funcionamiento de mercado de valores. La Teoría de la selección de cartera nos indica que los agentes tratan de obtener la mayor rentabilidad posible en sus inversiones, es decir, que éstas les proporcionen altos tipos de interés, y que son renuentes a mantener activos "arriesgados", manteniéndolos solamente, como nos indica Paul Samuelson (68), si los rendimientos son lo suficientemente elevados. Entre dos activos que tengan un tipo de interés igual, los individuos eligen la inversión más segura.

Los bienes de inversión y la Teoría del beneficio

No he incluido entre los activos anteriores los bienes de inversión, es decir, aquellos bienes que constituyen la razón última del ahorro, ya que son los que van a tener su materialización en el producto de la economía, es decir, van a generar renta, mientras que los primeros tan sólo van a financiar esa inversión (con la excepción, tal vez, del capital humano). En los bienes de inversión nos encontramos con un problema adicional que no existía en los otros activos. Mientras que en éstos el coste de adoptar una decisión errónea se medía por la rentabilidad que se perdía respecto a otras inversiones que en el

momento que se comparaban eran más atractivos (aunque en el momento inicial de la inversión no lo fuesen), es decir, por el "coste de oportunidad"; y la transformación de aquellas inversiones en éstas se veía limitada únicamente por los costes de compra-venta de los distintos activos, pudiéndose pasar de uno a otro activo, si la diferencia de rendimientos era importante, al existir mercados dinámicos para los mismos, así como mediadores, entre los ahorradores y los inversores, cuya misión principal consiste en transformar ahorros a corto plazo en inversiones a largo plazo, mediante la combinación de los flujos continuos de los primeros; en los bienes de inversión la situación es distinta ya que la decisión de adoptar un determinado plan de inversión u otro se ve influenciado por la tecnología existente en la economía en el momento de la decisión, que va a conllevar unas proporciones de capital y trabajo específicas, y puede verse influenciada, por tanto, por las variaciones que experimente dicha tecnología durante la vida útil del bien de inversión de que se trate.

Además, respecto a la tecnología que elijamos, suponiendo que existe siempre más de una forma de obtener el mismo resultado, hay que hacer unas precisiones importantes. Salvo en inversiones muy concretas, generalmente del sector servicios, las tecnologías existentes son el tipo "putty-clay", es decir, que hasta el mismo momento de la instalación del equipo productivo pueden ser elegidas distintas combinaciones entre el capital y el trabajo que se desea, de forma que se obtengan los menores costes unitarios posibles (dadas las condiciones de ese momento y las expectativas que en el mismo se tienen sobre el futuro), pero una vez que se adopta una tecnología, y se instala el

equipo productivo, el funcionamiento del mismo exige una proporción de factores productivos constante, o que este al menos dentro de una banda de fluctuación muy reducida, si no quiere incurrirse en la infrautilización de alguno de los factores y, por tanto, en una pérdida de eficiencia que reduzca, a su vez, la rentabilidad unitaria. En este tipo de tecnologías "putty-clay" la proporción de capital y trabajo agregada sólo se puede modificar a través de la instalación de nuevas plantas productivas quedando condicionada al ritmo inversor. Dado que la inversión se ha materializado en determinados bienes cuya única utilidad es la de obtener un determinado producto o grupo de productos, es decir, se ha materializado en capital fijo, la transformación entre diferentes activos, que contemplábamos en el apartado anterior se hace aquí más difícil. La existencia de este componente fijo, como se recoge en la Teoría de los Costes, lleva no sólo a seguir manteniendo la inversión realizada aunque existan inversiones alternativas más rentables, debido a que la diferencia entre ambas rentabilidades es inferior al coste de dismantelar la estructura productiva en la que se ha materializado la inversión actual, si no también a seguir funcionando pese a que no se obtengan los rendimientos que se esperaban de la inversión realizada. En estas situaciones lo que surgiría sería un **segundo momento de opción** para el inversor, que en este caso denominaremos empresario, entre destinar nuevos flujos de ahorro hacia la inversión ya realizada, de forma que se adopte una nueva tecnología, o que se haga más rentable la existente al poderse aprovechar de las economías de escala, etc., o destinar esos "nuevos ahorros" a aquellas inversiones que en este segundo momento son más rentables que la inversión

realizada en el momento inicial. La decisión dependerá nuevamente de las rentabilidades de los distintos activos en este segundo momento, y de las expectativas que sobre las mismas se disponga.

Este problema con el que nos encontramos en los bienes de inversión, o bienes de capital, nace de que para estos bienes el tipo de interés es tan sólo una parte de la retribución que se obtiene, o visto desde otro punto, es tan sólo uno de los costes en que se incurre. Junto al tipo de interés aparece el beneficio, o la tasa de beneficio si queremos comparar variables más homogéneas, de forma que la decisión de materializar los ahorros en bienes de capital o de inversión, se ve influida por otros factores distintos a los que hemos considerado. Podemos suponer que los ahorros que hacen posible la inversión en bienes de capital son de unos agentes distintos a los propietarios del equipo productivo, pero en este caso para ellos la materialización de sus ahorros serán títulos o valores que entran dentro del análisis que hicimos en el apartado anterior, lo que consideramos aquí es el caso del inversor que materializa sus ahorros en bienes de capital y espera obtener de ellos una rentabilidad directa. De los resultados del proceso productivo habrá que retribuir a los factores que intervienen en él (siendo la retribución, en muchos casos, anterior a la obtención de resultados, razón por la que son necesarias las inversiones). Esta retribución se materializa en salarios, alquileres, rentas, impuestos, etc. Una vez deducidos los costes de todo tipo (incluyendo los intereses de capitales ajenos, si existen) lo que resta es el beneficio del inversor-empresario. Este beneficio debe incluir el interés por sus ahorros, un salario que retri-

buya al empresario el tiempo que dedica a esta actividad (al menos si realiza actividades útiles a la producción) y unos rendimientos que retribuyan el espíritu emprendedor e innovador del inversor-empresario así como el riesgo que asumió por dedicar sus ahorros a una actividad en la que, en caso de no obtener la rentabilidad esperada, no iba a poder transformar sin pérdidas su inversión en otros activos más rentables. La existencia de estos dos componentes adicionales, salario y prima de riesgo, junto a otros aspectos psicológicos, son los que determinan que parte del ahorro de la sociedad se dirija hacia inversiones en bienes de capital, pese a la aparente menor rentabilidad de los mismos, en algunos momentos, la existencia de un mayor riesgo y la falta de liquidez o transformación en otros activos. El empresario, por tanto, además de unas expectativas sobre las tasa de interés (que incluye lógicamente unas expectativas sobre las tasas de inflación, ya que no consideramos que exista una "ilusión monetaria" relevante), o sobre otras variables reales de la economía, va a tener formadas unas expectativas sobre los beneficios en su industria, o sectores afines, tanto en términos de volumen como de las tasas obtenidas, así como de la participación de los beneficios en la renta de la economía (ya que todo ello está relacionado, y tal vez de forma inconsciente, más que en un intento de conocer todas las variables descritas, el empresario las tiene en cuenta, de forma más o menos perfecta).

Una vez considerada, de forma muy breve, esta última forma de materialización de los ahorros de los agentes, y las peculiaridades respecto a otros tipos de inversión, queda clara la importancia del tipo de interés sobre las decisiones que toman

los agentes económicos a la hora de distribuir su renta, entre consumo y ahorro, primero, y entre atesorarla e invertirla, después, así como en las distintas inversiones en que puede materializarla, razón por la cual es una variable relevante a la hora de adoptar políticas económicas, si bien su efectividad ha sido frecuentemente discutida. En los últimos apartados de este capítulo voy a considerar el carácter de eslabón de unión entre los distintos mercados (real, monetario, de bonos o valores, y exterior) que tienen los tipos de interés, así como las distintas políticas económicas que se sirven de él para influir en estos mercados (si bien con menos profundidad de lo como lo hice en el capítulo primero al tratar el tema de la inflación, ya que algunos de estos puntos se contemplaron allí).

El tipo de interés como variable de relación entre mercados

Una de las muchas divisiones, generalmente convencionales, que realizamos de la economía nos lleva a estructurarla en cuatro grandes "mercados" en los que se desarrollan actividades diferenciadas respecto a los demás. Estos cuatro mercados son:

- * El mercado "real", o mercado de bienes y servicios.
- * El mercado "monetario", o mercado de dinero.
- * El mercado de "bonos", o mercado de activos.
- * El mercado "exterior", que a su vez podría dividirse en otros tres "submercados" como los anteriores.

En cada uno de estos mercados actúan los agentes económicos adoptando decisiones que afectan a la distribución de su renta personal (y por agregación, de la renta nacional) entre las

distintas opciones que se le presentan, en un mundo en el que las necesidades son ilimitadas y los recursos escasos.

En el mercado real se desarrollan las decisiones que hemos considerado en el apartado anterior, es decir, la renta de que disponen los distintos agentes económicos y las proporciones que van a destinar de su renta a consumir y a ahorrar, y que porcentaje de ese ahorro van a invertir. Además, consideramos de forma separada al Estado, como un agente más de la economía que tiene ingresos y realiza gastos, por lo que estudiamos cuales son estos ingresos, que detrae de la renta de los demás agentes (si bien un pequeño porcentaje de los mismos se derivan de sus propias actividades), y cuales sus gastos, tanto de consumo como de inversión. Entre el Estado y los demás agentes se establece un flujo de renta hacia el primero (tributos generalmente) y de bienes y servicios (materialización del gasto público) hacia los segundos, así como de renta (transferencias). Los valores de cada una de estas variables responden a una dinámica de demanda y oferta de los distintos agentes y el tipo de interés va a influir en la elección que aquellos realicen.

En el mercado monetario se adoptarían las decisiones relativas a la liquidez del sistema, estableciéndose la demanda de dinero por parte de los agentes, para hacer frente tanto a sus operaciones en el mercado de bienes y servicios como a otras causas de distinto carácter (los motivos transacción, precaución y especulación, que ya hemos visto), y junto a ella, una oferta regulada por uno de los agentes, el Estado, que se verá influenciada por la propia actividad de la economía (que afecta a la base monetaria), y la actuación de otros agentes, los intermediarios financieros. Nuevamente, como ya hemos visto, el

tipo de interés va a tener influencia en la demanda de liquidez como en su oferta, al limitar la demanda cuando se incrementa y la oferta cuando disminuye, y viceversa. E igualmente influirá sobre las decisiones del Estado debido a la existencia de deuda pública dirigida a financiar sus déficits.

En el mercado de valores el tipo de interés, considerado como un complejo de distintos tipos según los plazos y los activos, agrupados en función de su solidez, liquidez y rentabilidad, será la variable central, ya que la práctica totalidad de las decisiones que en él se toman van a estar determinadas por su valor actual, o por las expectativas sobre sus valores futuros. La distribución entre renta fija y renta variable, entre los distintos plazos, etc. dependen del tipo de interés.

El mercado exterior, por último, se ve igualmente influenciado por los tipos de interés. De forma clara respecto a los movimientos de capital, que responden a la mayor o menor rentabilidad del mercado interno, pero igualmente respecto a las distintas inversiones reales ya que, como sucede con las inversiones internas verán influida su rentabilidad por el costo de oportunidad respecto a otros activos, financieros o no, en los que el tipo de interés juega un papel primordial. Si bien las importaciones de bienes y servicios pueden verse influidas en mayor medida por otras variables, las exportaciones se verán influenciadas por los tipos de interés que deban pagar a quienes colocan su dinero en inversiones que hacen posible su producción.

Voy a intentar resumir cual sería el efecto de un incremento del tipo de interés en cada uno de estos mercados y variables, como muestra de su carácter de pieza de enlace entre

ellos, si bien no voy a concretar cual sería la situación final (ya que no determinaré tampoco cual es la situación de partida), pues lo que trato de determinar es su influencia en cada mercado y su potencial como variable instrumento, así como las dificultades de su utilización ante los distintos efectos secundarios y multiplicativos, por lo que indicaré su efecto directo (no inmediato) y destacaré alguno de sus efectos indirectos posteriores.

En el mercado real la subida de los tipos de interés tendería a traducirse en una menor inversión, al menos privada, y en una restricción del consumo, incrementándose el ahorro, lo cual, en el caso de no producirse una materialización de dicho ahorro en inversión, podría originar una caída de la renta. Los ingresos públicos podrían verse mermados por el menor consumo (al caer los impuestos indirectos), y lo serían si cae la renta, y con ello la financiación del déficit se vería gravada por un mayor coste.

Dado que el incremento del tipo de interés tendría por efecto una disminución del nivel de inflación (si bien ésta disminución podría verse diferida en el tiempo), estas tendencias negativas sobre el consumo quedarían total o parcialmente neutralizadas, y la renta podría crecer, y los ingresos públicos no verse afectados en tanta medida, si el mayor ahorro se materializase en una mayor inversión. Sin embargo, las decisiones de inversión se verán afectadas negativamente por los mayores tipos de interés al tener que enfrentarse a mayores costes, con lo que opciones que antes se afrontarían ahora no serían rentables, y ante la disminución posible de la inflación, su traslado a los precios se haría más difícil. Asimismo, el defi-

cit público tendría un mayor coste de financiación, y la carga de la deuda sería más pesada, pudiendo influir en la decisión de afrontar futuros gastos, o incrementar las transferencias (pensiones, subsidios, subvenciones, etc.).

En el mercado de dinero el incremento de los tipos de interés tendría por efecto inmediato la disminución de la demanda de fondos prestables y el incremento de la oferta, es decir, se expandiría la oferta de crédito, y en caso de encontrar una demanda suficiente, podría tender a incrementar los precios, al constituir un coste mayor para quien los recibiese, disminuyendo el efecto depresor sobre los precios que se podía manifestar en el mercado real.

El mercado financiero respondería al incremento de los tipos de interés con un desplazamiento de las inversiones hacia inversiones de renta fija más alta, con una caída en el precio de los bonos cuyo tipo de interés fuese inferior al actual, y una caída en el precio de los valores de renta variable ya que, ante tipos de interés mayores, el riesgo es menos atractivo pues existen menos posibilidades de obtener un diferencial sobre los valores de renta fija. Es decir, se produciría una redistribución de los valores, a favor de los de renta fija (con la salvedad de la caída en el precio de los ya existentes, cuya rentabilidad fuese inferior a la nueva que proporcionan los mayores tipos de interés). En consecuencia, los títulos de la deuda pública que se emitan para financiar el déficit del Estado deberán incrementar su retribución para competir con los restantes títulos, desplazando liquidez desde otras opciones de inversión, y afectando negativamente a éstas.

En el mercado exterior, la elevación de los tipos de inte-

rés atraerá capitales extranjeros, lo que aumentará la base monetaria del país de que se trate, salvo que se neutralice mediante un movimiento compensador de los tipos de cambio. Así, se producirá un efecto indirecto sobre los precios, que tenderán a incrementarse, lo que disminuirá, e incluso anulará, los efectos positivos que la medida podía tener sobre el proceso inflacionario. A esto habría que sumar la caída de las importaciones de bienes y servicios que se derivarían de la disminución de la renta, en el caso de que no se produjese un incremento de la inversión (por la materialización del mayor ahorro inicial, que hemos supuesto que se producía en el mercado de bienes y servicios), y la caída de las exportaciones que podría producirse en el caso de que los costes de financiación fuesen muy importantes en las industrias exportadoras.

En definitiva, la variación del tipo de interés en la economía puede tener efectos nocivos si no se toman medidas correctoras. En el mercado real, sería necesario crear el marco adecuado para que los ahorros inducidos por la mayor remuneración de los activos se materializasen en inversiones, permitiendo así que no se produjese una disminución de la renta, aunque fuese a costa de un menor efecto de la política monetaria restrictiva sobre los precios. En el mercado monetario, estas medidas compensadoras deberían centrarse en incentivar la demanda de fondos prestables, reduciendo las cargas sobre el crédito, uniéndose así a otro grupo de medidas, en el mercado financiero, que evitasen la captación de excesivos fondos, en detrimento de la inversión real, penando las operaciones especulativas o, siempre mejor, incentivando las dirigidas hacia inversiones productivas. Todo ello, mediante una estructura

fiscal dirigida a incentivar la inversión y el ahorro. Por último, respecto al mercado exterior, la actuación sobre el tipo de cambio, o su libre movimiento, permitiría reducir los desequilibrios excesivos, impidiendo que se llevasen a cabo operaciones de carácter especulativo, salvo en contadas ocasiones. Sin embargo, en un esquema de tipos de cambio fijos, pero ajustables, como en el caso de la Comunidad Europea, con normas que limitan de forma importante la fluctuación, existe una renuncia a la utilización de este instrumento, en particular cuando la moneda en cuestión se encuentra cercana a alguno de los puntos extremos, máximo o mínimo, de fluctuación, como veremos al analizar los tipos de cambio en el capítulo siguiente.

Vemos, por tanto, que el tipo de interés (así como otras variables) actúa como pieza de conexión entre los distintos mercados aunque no se produjese ninguna otra alteración en las variables reales, razón por la cual su utilización como instrumento de política económica debe ser considerado. Sin embargo, esta múltiple actuación origina a su vez que el efecto a corto plazo de las variaciones en los tipos de interés no coincidan con los obtenidos en un plazo superior, pudiendo dar lugar a apreciaciones erróneas sobre su efectividad. Asimismo, y como mera aplicación de la ya mencionada Regla de Tinbergen, no es posible alcanzar varios objetivos independientes utilizando una variable instrumento únicamente, e incluso la obtención de uno de los objetivos mediante su utilización lleva aparejado el alejamiento de otro objetivo de igual o mayor importancia. Milton FRIEDMAN (69), al indicarnos las limitaciones que, según él, presenta la política monetaria y cuales son sus posibilidades, contempla ya las dificultades existentes en sostener de

forma indefinida los tipos de interés, y sugiere la utilización de algún "total" o agregado monetario para el desarrollo de dicha política monetaria. Si a esto sumamos el problema de la falta de un sentido de ahorro en la colectividad y una estructura empresarial caracterizada por una importante carencia de dinamismo inversor, se hacen imprescindibles otras medidas que creen el marco necesario para incentivar dichas acciones.

Después del breve análisis que sobre los tipos de cambio se ha realizado en este capítulo quedarían aún varios temas relacionados con el sector exterior, como la interrelación entre los tipos de cambio y de interés, y el problema sobre la deseabilidad o no de la utilización de inversión extranjera y los problemas del endeudamiento internacional, que se tratarán en los dos capítulos siguientes, dentro de un contexto más apropiado, evitando de este modo, en lo posible, las repeticiones innecesarias de los planteamientos desarrollados. Con esta salvedad, he intentado determinar la mayor parte de los problemas a los que se enfrenta la economía al utilizar los tipos de interés como instrumento de política económica, y los aspectos, que en mi opinión, hay que tener en cuenta sobre sus consecuencias. La consideración conjunta de los tipos de interés, los precios y las tasas de cambio permitirán destacar todos estos aspectos, y la importancia de renunciar a la actuación sobre una de estas variables para alcanzar los objetivos generales de política económica, exigiendo dicha renuncia un beneficio derivado superior a la pérdida.

La movilidad del capital

En el análisis anterior sobre los tipos de interés hemos supuesto implícitamente que existe una total libertad de movimiento del capital, de forma que dichos tipos no se ven afectados, más que en ocasiones puntuales, por restricciones derivadas de la limitación del factor "capital" a acudir a aquellos mercados en los que las condiciones son más idóneas para obtener un rendimiento superior. Este supuesto "implícito" es consecuencia del convencimiento del autor del presente trabajo sobre la imposibilidad de mantener restricciones al movimiento de capitales (durante un periodo prolongado), si se desea el desarrollo de unas relaciones internacionales que redunden en beneficio de la economía doméstica (así como la de la comunidad económica a la que el país pertenezca), ya que si bien es necesaria la libre movilidad de factores productivos entre los países para lograr eliminar las desigualdades entre los mismos, la libertad de movimientos de capitales, por las propias características de los mismos, hacen aún más necesaria esa libertad dado el alto grado de integración o vinculación entre los mercados financieros internacionales, de forma que los intentos por evitar esta movilidad perjudican más que benefician al proceso de integración que pudiera desearse, y no impide que cuando existen condiciones en el mercado interno de capitales que hacen atractiva la inversión en el país, o por el contrario aconsejan no participar en el mismo, el capital extranjero, a través de formas indirectas de inversión (que salven los obstáculos directos establecidos) no siempre deseables, se benefician de tales condiciones e influyan en el mercado financiero. Pero, además, y esto es olvidado en algunas ocasiones por las

autoridades económicas (o al menos así lo parece), aunque no se permita la libertad de movimientos de capitales --o de cualquier otro factor-- no es posible controlar, al mismo tiempo, el precio del factor y su cantidad (salvo que se desee que fluctúen ambos en direcciones compatibles de forma más rápida de como lo harían en condiciones de libertad absoluta, por ejemplo restringiendo la cantidad y aumentando los precios de forma simultánea, para alterar el sobreconsumo de algún producto).

Por lo tanto, si entendemos la libertad de movimiento de capital en la economía como aquella situación en la que se producirán flujos de dicho factor si la tasa de interés de un país es distinta de la tasa de interés mundial, o lo que es lo mismo, cuando las tasas de interés de dos países difieran (teniendo en cuenta en todo momento los distintos componentes de las mencionadas tasas, incluidos los factores de riesgo e incertidumbre, lógicamente, así como la consideración de plazos homogéneos a la hora de realizar la comparación), cualquier modificación en el resto de las variables de la economía va a alterar la situación relativa existente y provocará, o podrá provocar, movimientos de capitales. Los efectos de estos movimientos de capital serán muy diferentes según se mueva la economía en un marco de tipos de cambio fijos, en los que no es posible alterar la paridad cambiaria, o fluctuantes, en el que cualquier modificación de la posición exterior del país es inmediatamente compensada a través de la apreciación o depreciación relativa de la moneda. Aunque estos aspectos serán analizados más detalladamente en el cuarto capítulo de este trabajo doctoral resulta conveniente destacar aquí algunos puntos relevantes de la diferencia de ambas situaciones.

Como bien indican Stanley FISCHER y Rudiger DORNBUSCH (70) "La idea general es que el sistema de tasa de cambio fija no es viable, si los países llevan a cabo políticas que conduzcan a unas tasas de inflación diferentes y hay libre movilidad de capital". Lógicamente, ante la imposibilidad de variar la paridad cambiaria de su moneda, las diferencias de precios se transformarán en diferencias de tipos de interés, y con ello en flujos de capital que obligarán a modificar la política económica para reducir los diferenciales de inflación. Es decir, que un país no puede realizar, por un tiempo indefinido y prolongado, políticas económicas que le lleven a alejarse del resto de los países, si esto provoca diferencias entre la evolución de los precios entre ellos (y lo mismo se podría decir respecto a la evolución de los tipos de interés, ya que un diferencial de intereses provocaría por sí sólo tensiones en el mercado cambiario que deberían transmitirse al mercado doméstico, lo cual no es siempre posible).

Siguiendo a los mismos autores (71) "La movilidad perfecta del capital implica que cambios pequeños en la tasa de interés en un país generan flujos ilimitados de capital". Si esta entrada de capital se produce en un contexto de tipos de cambio fijos se producirá un efecto directo sobre las variables económicas del país considerado que llevarán a actuaciones para que el tipo de interés doméstico se iguale con el tipo de interés internacional, modificando el volumen de crédito, por ejemplo, de forma que las condiciones económicas que provocaron el mencionado desequilibrio tiendan a desaparecer. Cuando esta movilidad de capitales se desarrolla en un sistema de tipos de cambio fluctuantes, a los efectos de aquéllos se unen los efectos

de la modificación del tipo de cambio, afectando directamente a la demanda doméstica, de forma que hacen inoperativa cualquier medida que suponga la variación del tipo de interés, con lo que la eficacia de la política fiscal se ve seriamente dificultada, mientras la política monetaria, sin embargo, se ve favorecida en su actuación bajo estas condiciones.

Queda, por tanto, claramente determinada la importancia de la movilidad de capital a la hora de poder alcanzar el doble equilibrio interno y externo, ya que su simple existencia determina unas ciertas actuaciones que la economía debe seguir con independencia del sistema de tipos de cambio existente. E incluso, como indica Miltiades CHACHOLIADES (72) en el caso de la inmovilidad perfecta de capitales, cuando la curva de equilibrio externo es vertical debido a que el nivel de ingreso no responde a las modificaciones del tipo de interés, "la economía posiblemente no puede alcanzar el equilibrio interno y externo simultáneamente, sólo por medio de políticas fiscales y monetarias". En este caso, debería recurrirse a políticas de cambio del gasto, como veremos en el mencionado cuarto capítulo, al considerar simultáneamente los diferenciales de inflación, interés y cambiarios, en el que completaremos este análisis.

CAPITULO TERCERO

LOS TIPOS DE CAMBIO

Los tipos de cambio: Definición y razones de su importancia

Definición del tipo de cambio

En los dos capítulos anteriores hemos analizado dos variables que tienen una importancia trascendental para cualquier economía, los precios, y más concretamente el fenómeno de su crecimiento continuo y generalizado, es decir, de la inflación de precios, y los tipos de interés. Vamos a proceder ahora a considerar una variable que no tendría ninguna importancia si el país cuya economía se trata de estudiar no se relacionase con ningún otro país, o que aquellos con los que se relacionase tuviesen su misma moneda. Este es el caso de los tipos de cambio.

La definición del tipo de cambio no reviste tantas dificultades como las que hemos encontrado en las dos variables vistas con anterioridad, surgiendo aquellas cuando se analicen los efectos derivados de su utilización, o no, como instrumento de política económica. Un tipo de cambio es el precio de una moneda en términos de otra, o más correctamente, el número de unidades de la moneda nacional necesarias para obtener una unidad de moneda de otro país.

Esta sencilla definición exige, sin embargo, alguna preci-

si3n en los t3rminos utilizados para formarla. As3 hablamos de "un" tipo de cambio debido a que existir3n tantos tipos de cambio como monedas extranjeras existas, es decir, un tipo de cambio para cada "divisa" de los pa3ses con los que se puede comerciar. Al denominar al tipo de cambio como un precio de una moneda en t3rmino de otra se est3 haciendo referencia a que el tipo de cambio es un precio "relativo" y, por lo tanto, la alteraci3n de las condiciones relativas entre los pa3ses deben afectar a esta variable. Por 3ltimo, la consideraci3n de n3mero de unidades de moneda "nacional" necesarias para obtener una unidad de moneda extranjera es tan s3lo una convenci3n, ya que el valor relativo entre dos monedas puede ser definido respecto a la unidad de cualquiera de ambas sin que su significado var3e (dar3a lo mismo decir que una unidad de la moneda A vale 100 unidades de la moneda B, que indicar que cada unidad de B equivale a 0,01 unidades de A), y 3sta convenci3n internacional va a encontrar su excepci3n, como tantas otras, en el Reino Unido, que define los tipos de cambio de su moneda nacional, la libra esterlina, como el n3mero de unidades monetarias extranjeras necesarias para obtener una libra. La raz3n de esta diferente apreciaci3n del valor relativo por parte de los brit3nicos nace de la posici3n hegem3nica mantenida por los mismos a lo largo de la historia que llev3 a definir su moneda de forma que todas las dem3s monedas internacionales tuviesen un valor inferior a la suya, manteni3ndose en la actualidad tal circunstancia, junto a Irlanda y Canad3 (ver gr3fico 4).

Obtenemos as3 una forma "directa" de expresar el tipo de cambio, en la que se refleja lo que nos "costar3" una unidad de moneda extranjera, que sirve de base, es decir, el "precio" que

GRAFICO 4

FORMULACION DEL TIPO DE CAMBIO

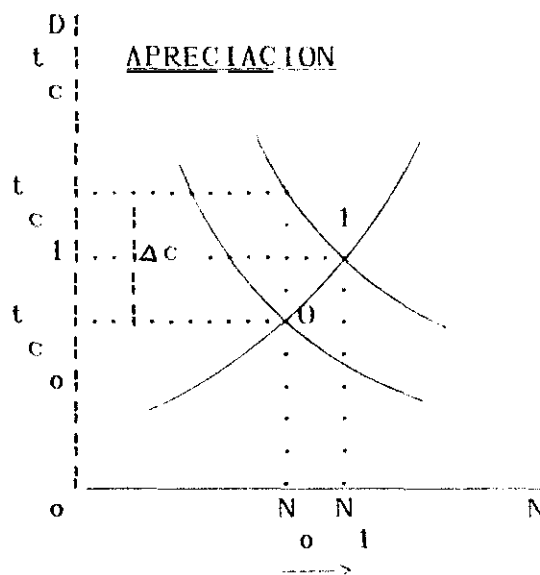
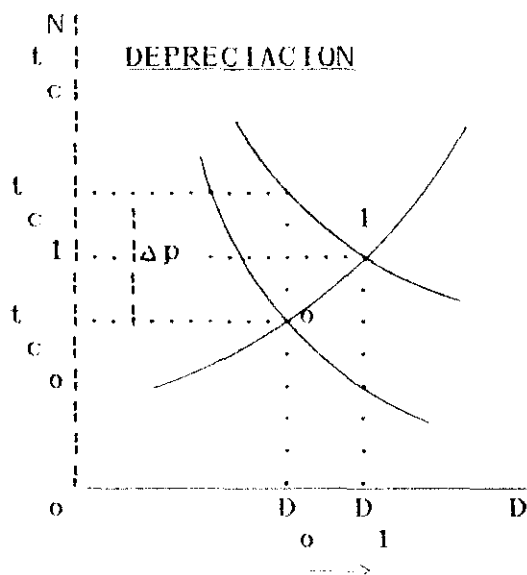
METODO DIRECTO:

COTIZACION PRECIO

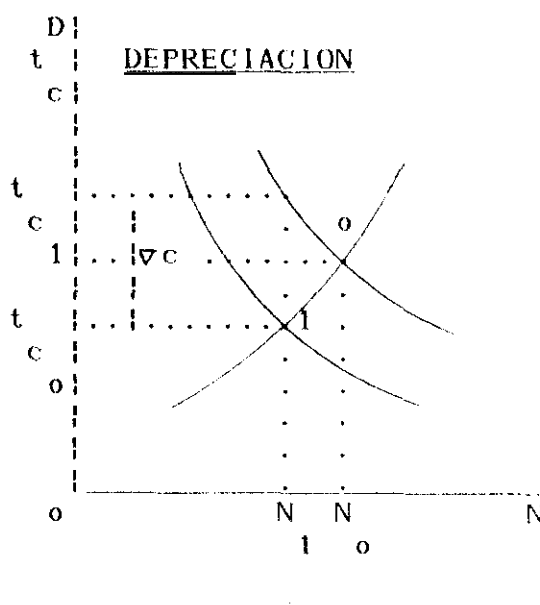
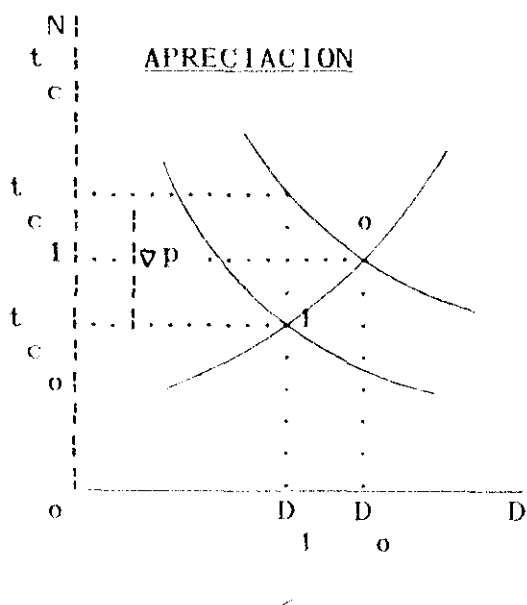
METODO INDIRECTO:

COTIZACION PRECIO

A) AUMENTO DEL TIPO DE CAMBIO



B) DISMINUCION DEL TIPO DE CAMBIO



D divisa

N moneda nacional

deberemos pagar para obtener dicha unidad de moneda extranjera, expresado en moneda nacional, por lo que recibe de "cotización precio". A aquella se contrapone una definición "indirecta" del tipo de cambio, en la que la moneda base es la moneda doméstica y su expresión determina la cantidad de moneda extranjera que se puede obtener con dicha unidad de moneda nacional, es decir, utilizando la moneda nacional como "base", obtenemos la cantidad de "mercancía" que se puede obtener por unidad de cuenta, siendo dicha mercancía otra moneda exterior, con lo que obtenemos una "cotización volumen" (73).

Pero, sin considerar el aspecto "psicológico" de esta distinta definición, lo que es importante destacar es que con cada una de ellas obtendremos un significado distinto de las alteraciones del mismo. Atendiendo a la primera definición, que podemos considerar "tradicional", una pérdida de valor de la moneda nacional, es decir, una depreciación o devaluación, según los casos, supone un aumento del tipo de cambio, ya que el número de monedas nacionales necesarias para obtener una unidad monetaria extranjera es ahora mayor. Pero si se utilizase la segunda acepción, que se podría denominar "británica", la pérdida de valor de la moneda nacional, la libra esterlina, supondría una disminución del tipo de cambio, lo que parecería en principio más lógico. A lo largo de este trabajo doctoral seguiré la definición inicial dada al tipo de cambio, de forma que siempre que me refiera a una disminución del mismo estaré hablando de una depreciación o revaluación de la moneda nacional.

Por lo tanto, cuando se mantienen relaciones económicas con otros países los problemas económicos se ven dificultados por la utilización de distintas monedas cuyos valores difieren en-

tre sí. Esta dificultad no existiría si dichos valores relativos se mantuviesen en el tiempo, ya que en este caso bastaría conocer cual era la relación de la moneda propia con cada una de las demás y se tomaría como fijo tal dato, aplicándose a las distintas transacciones, con lo que el problema quedaría restringido a si el país dispone de suficientes fondos para adquirir las monedas de los países cuyos bienes o servicios queremos obtener, con las consecuencias que esa necesidad tiene para la economía doméstica del país que desea comerciar con los demás, y que veremos más adelante. Vemos, sin embargo, que la realidad actual es muy distinta, y los tipos de cambio tienen una importancia vital en el comercio entre países.

Esta relevancia nace de la posibilidad de utilizar el tipo de cambio como instrumento de política económica dirigido no sólo a remediar problemas de equilibrio externo si no también a trasladar problemas internos hacia los países con los que se comercia, lo que se puso de manifiesto tras el forzado abandono del "patrón oro clásico" (que había garantizado la estabilidad de las operaciones internacionales entre 1.873 y 1.901) que se debió tanto al aumento de la circulación fiduciaria en mayor medida en que podía hacerlo la producción de oro, como al estallido de la Primera Guerra Mundial, que impedía poder garantizar la libre circulación del oro a nivel internacional (aunque mejor se debería decir, la libre circulación de la libra esterlina, ya que en 1.914 el 90 % del comercio internacional se cifraba en esa divisa, que servía como medio de pago, depósito de valor y unidad de cuenta en prácticamente todo el mundo, al ser más manejable que el oro y, proporcionar además una rentabilidad que el oro no tenía). Los patrones que le siguieron, el

"patrón lingotes-oro" y el "patrón cambio-oro", así como la formación en 1.933 de un "sistema de bloques", en el que los distintos países quedaron dentro del área de influencia del dólar, de la libra esterlina, o del franco francés (en este último caso, la moneda francesa constituía la representación del bloque que aún mantenía el sistema de lingotes-oro), en un intento de lograr una cierta estabilidad de los tipos de cambio o un control de sus fluctuaciones a través de la creación de fondos de estabilización de cambios, suponen, todos ellos, una muestra de la posible evolución en ese intento de trasladar al exterior alguno de los problemas internos.

Es precisamente en el desarrollo de los fondos de estabilización de las tres áreas mencionadas donde podemos encontrar las razones de la importancia de los tipos de cambio como instrumento de política económica, ya que los subsistemas lograron una estabilidad de los tipos de cambio dentro de su área de influencia, pero los países "centro" de las tres áreas mantuvieron un intento constante de devaluar sus monedas respecto a la de los otros dos bloques, es decir, un intento de mejorar su competitividad en el exterior (como veremos más adelante al considerar los efectos de una devaluación), provocando un círculo vicioso de devaluaciones competitivas que originó una inestabilidad constante entre las tres monedas, perjudicial para todas ellas. Para evitar esta situación en el futuro se firmaría, en 1.936, el Acuerdo Tripartito sobre Tipos de Cambio dirigido a "mantener el mayor equilibrio posible en el sistema de cambios internacionales y evitar perturbaciones que tuviesen su origen en actuaciones monetarias internacionales". La lección aprendida durante este periodo no sería olvidada y, como

se indica de forma detallada en el capítulo quinto de este texto, tendría un papel importante en las medidas adoptadas tras la Conferencia de Bretton Woods.

Clases de tipos de cambio: El mercado de divisas

Con las monedas de los distintos países sucede lo mismo que con otros bienes económicos, que varía su valor a lo largo del tiempo y que dicho valor puede alterarse modificando la cantidad disponible de las mismas. Se desarrolla así un mercado de cambios, o de divisas, en el que las distintas monedas se van a demandar, o se ofrecen, para poder hacer frente a las necesidades que de las mismas surgen por el desarrollo de las relaciones comerciales, de carácter real y financiero, entre los distintos países. Así, los importadores de bienes y servicios y los exportadores de capital requerirán moneda extranjera para poder llevar a cabo sus operaciones con lo que demandarán las mismas, mientras que los exportadores de bienes y servicios y los importadores de capital, al realizar sus operaciones con el exterior obtendrán dichas divisas como pago de las mismas, y la ofrecerán a cambio de moneda nacional (o cualquier otra moneda que pudiesen necesitar), para poder realizar otras actividades que no estén nominadas en la moneda que poseen. Sin embargo, en el mercado de cambios existen dos precios para cada moneda, según se demande (bid price) o se oferte la misma (ask price), de forma que los agentes intermediarios pueden obtener un beneficio al cotizar a ambos precios (bid/ask spread) en un momento determinado del tiempo. Asimismo, pueden obtener beneficios derivados de "casar" operaciones que tienen lugar en diferentes momentos. Con todo ello, se crea un mercado de estas monedas en

el que el Estado de cada país ocupa un papel esencial, al impedir la utilización de las monedas extranjeras dentro de su ámbito de influencia, para la realización de operaciones internas (generalmente, esta es la postura adoptada por el Estado ya que en caso contrario le sería muy difícil desarrollar la política monetaria que creyese necesaria), constituyéndose en el agente económico encargado de su custodia y distribución, de donde se derivan las distintas actuaciones específicas que realiza en dicho mercado.

Mercado de cambios "al contado" y "de futuros"

Dado que los tipos de cambio, como ya se ha indicado, no permanecen siempre constantes, las operaciones internacionales que se realizan pierden una de las características que posibilitan el intercambio, es decir, el precio real a pagar, ya que entre el momento en que se efectúa la operación y el del pago pueden haber existido oscilaciones en el tipo de cambio de las monedas de los países de los dos agentes que realizan la operación que den lugar a que la operación ya no sea deseable, bien al que adquiere, por resultar un precio mayor al que estaba dispuesto a pagar, o al que puede obtenerlo en su propio país o en un tercero, o bien al oferente, que ve mermado el beneficio que esperaba obtener, pudiendo incluso obtener un precio mayor, en su propia moneda, si realiza la operación en otra moneda, propia o de tercero (74).

En definitiva, del comercio internacional puede derivarse un "premio" o un "descuento" en las operaciones cuyo origen es absolutamente externo a las mismas ya que nace de la fluctuación de los tipos de cambio entre las monedas. Para evitarlo en

lo posible la incertidumbre en los resultados de estas transacciones internacionales, ante el efecto depresivo que aquella tiene sobre el comercio, las divisas necesarias para llevarlo a cabo pueden obtenerse en lo que podríamos denominar dos mercados:

* El mercado **al contado** (spot market), en el que se realiza el cambio automático de dos monedas al tipo de cambio existente en el mismo, es decir, al cambio actual.

* El mercado **de futuros** (forward market), que permite la entrega de divisas en la forma que establezca el contrato, pero en el momento que en el mismo se determine y al cambio que exista en ese momento actual para ambas monedas en el mercado de futuros, que será mayor o menor que el tipo de cambio "al contado" según sean las expectativas de variación respecto a ambas monedas en el mercado de divisas, pudiéndose definir el tipo de cambio de dos formas básicas:

- Un **precio simple** (outright), en el que se establece una relación entre dos monedas en un momento dado del tiempo (sin que exista ninguna transacción al contado), y cuya única distinción respecto al tipo "spot" de contado, es que está referida a un plazo futuro, por lo que presenta un "spread" o diferencial respecto al mismo.

- Una **cotización mixta** (swap), que combina una transacción "al contado" y una "a plazo", o dos transacciones "a plazo".

Pero Junto a la existencia de estos dos mercados de divi-

sas, al contado y de futuros, se han desarrollado otros medios tendentes a eliminar los efectos negativos que sobre las economías de los distintos países tienen las fluctuaciones en los tipos de cambio. Estas medidas han sido posibles debido a que con el paso del tiempo, y ante la inestabilidad de los cambios en los años setenta y ochenta, el uso de las divisas se restringió como medio de intercambio en el comercio internacional, siendo sustituidas parcialmente por el denominado comercio de compensación (que ha llegado a absorber un tercio del comercio mundial, en los peores años de la inestabilidad cambiaria). Estas diversas modalidades, que tan sólo enunciaremos al no ser relevantes para el análisis futuro de los tipos de cambio, han sido:

- "Barter", es decir, simples trueques o intercambios comerciales, sin intervención de moneda.
- "Off-set", en el que media un contrato de valoración por los que todo o parte de lo que se adquiere va a ser pagado con una venta "compensatoria".
- "Counter-purchase", o "transacciones paralelas", en las que intervienen dos contratos y se establece el pago a terceros, es decir, se produce un "endoso" del pago.
- "Buy-back", o acuerdo de recompra, por el que la realización de una venta compromete a comprar parte del producto que se ha fabricado con él.

Arbitrajistas y especuladores

Sin duda, todas estas medidas constituyen soluciones temporales a la inestabilidad de los cambios, pero la misma tiende a lograrse, salvo en los casos en que las alteraciones resultan tan graves que son prácticamente imprevisibles (como ha sucedido en las dos décadas pasadas), por la actuación de dos grupos de agentes económicos que participan en los mercados de divisas motivados por poseer, o creer poseer, unas expectativas o una información más perfectas que la de los demás agentes, y son:

* Los arbitrajistas, que centran su actividad en los distintos valores que una **misma moneda** tiene en los **diferentes mercados** de divisas de los distintos países, es decir, obtienen sus beneficios, si aciertan, por las **diferencias en el espacio** de los mercados de divisas.

Conviene destacar que, junto a los arbitrajistas del mercado cambiario, existen otros agentes en los mercados financieros internacionales los cuales obtienen sus beneficios no de los diferentes tipos de cambio de las monedas en los distintos mercados, sino de los distintos tipos de interés que mantienen los países en un momento determinado, es lo que se conoce como el **"arbitraje de intereses"**, en el que, al intervenir países distintos, al diferencial de interés hay que añadir el riesgo adicional que se produce por las variaciones de los tipos de cambio. Combinando adecuadamente los diferenciales de interés de cada activo, con las actuaciones posibles sobre tipos de cambio obtenemos el denominado **"arbitraje de intereses con cobertura"**, que supone una inversión a corto plazo **"al contado"**, que se ve compensada por una operación simultánea, de signo contrario, **"a**

plazo", por igual cuantía, de forma que desaparezca el riesgo cambiario.

* Los **especuladores**, cuyo objetivo es obtener beneficios derivados de las **variaciones en el tiempo** que experimentan los **tipos de cambio** de un determinado país, no conociendo con seguridad más que el tipo de cambio actual, y basando sus operaciones, por tanto, en las expectativas de variación de los mismos. Así, compran en el mercado "a futuro" las monedas extranjeras que se revalorizarán, según esperan, y venden aquellas que esperan que se deprecien, obteniendo así un beneficio medido por la diferencia entre la cantidad obtenida y el coste de oportunidad del dinero invertido en la operación (así como de cualquier otro coste en que deba incurrir para poder ejercer su actividad especulativa).

La actuación de ambos grupos de agentes, arbitrajistas y especuladores, tiende a reducir las oscilaciones de los tipos de cambio en los distintos países, los primeros, y dentro de cada país, los segundos, si bien su actuación puede, al mismo tiempo a agudizar las crisis cambiarias cuando una determinada moneda presenta una marcada tendencia en una dirección determinada y las autoridades económicas intentan contener esa evolución sin tomar medidas para corregir las causas que provocan dicha tendencia.

Tipos de cambio fijos y flexibles

Junto a la división anterior de los tipos de cambio, que hacía referencia al momento en que se realizaba la operación dentro del mercado de divisas, podemos realizar una división, más relevante para nuestro análisis, atendiendo a la posibili-

dad, o no, de que el valor relativo de las monedas se altere, atendiendo, en mayor o menor medida, a las tensiones entre la oferta y la demanda de cada moneda. Dentro de este esquema distinguimos entre:

* Tipos de cambio **fijos**, cuando se mantiene una relación constante entre los valores de las distintas monedas.

La paridad puede ser:

- Ajustable, si la autoridad económica puede alterarla en determinadas condiciones (devaluando o revaluando la moneda), fijando una nueva paridad.

- No ajustable, cuando dicha paridad no puede alterarse, debiendo las autoridades económicas intervenir para mantener la paridad.

La relación entre paridades nos lleva a distinguir entre:

- Tipos de cambio **fijos**, en sentido estricto, si las normas existentes no permiten ninguna clase de variación.

- Tipos de cambio **con banda de fluctuación**, en la que se permite su variación dentro de ciertos límites prefijados.

* Tipos de cambio **flexibles**, o **variables**, cuando la relación entre las monedas de cada país varía en los distintos periodos, pudiendo dividirse en:

- Tipos de cambio **flexibles**, en sentido estricto, si estos responden totalmente a las tensiones entre la oferta y la demanda, en cuyo caso coincide con una **plena convertibilidad de la moneda**.

- Tipos de cambio de **flexibilidad controlada**, o de **flotación sucia**, en el que las autoridades económicas intervienen en el mercado de divisas para mantener su moneda dentro de unos niveles.

Todas estas clases de tipos de cambio son las que se pueden desarrollar en un mercado de divisas "libre", en el que existe convertibilidad de las monedas, sin embargo, el tipo de cambio puede ser fijado por la autoridad económica, a nivel interno, sin que guarde relación con los valores reales que se derivan de la oferta y la demanda existente, en cuyo caso nos encontramos ante un mercado de divisas controlado, cuyo estudio no presenta ninguna utilidad para nuestro análisis, ya que es característico de gobiernos autárquicos, muy alejados de nuestro interés dentro del presente trabajo doctoral.

Tipos de cambio fijos

Cuando nos referimos a que un tipo de cambio es fijo estamos indicando que su valor permanece constante (o fluctúa levemente) respecto a otra moneda, o cualquier otra mercancía-patrón, que sirve de referencia. En el periodo del patrón-oro clásico los distintos países establecían el valor de sus respectivas monedas en términos de una determinada cantidad de oro, y se comprometían a cambiar los billetes emitidos por sus

autoridades por oro a ese cambio prefijado, que era el tipo de cambio de paridad, para lo que eran condiciones necesarias tanto la total convertibilidad de las distintas monedas como la libre importación y exportación de oro, respaldando así la emisión no sólo de los billetes de curso legal de los distintos países, si no también las letras de cambio y demás documentos comerciales que se utilizaban en las transacciones internacionales, y que iban nominados en alguna de esas monedas nacionales. La única fluctuación posible respecto a ese tipo de paridad venía dada por los costes del transporte del oro entre los países, ya que nadie estaba dispuesto a perder en cada operación más de lo que le costaría transportar el oro necesario para llevarla a cabo en la moneda requerida, con lo que se establecían unos puntos de "exportación" e "importación" del oro para las diferentes monedas, que constituían sus límites de fluctuación, cuando se producía un exceso de oferta o de demanda, respectivamente, ya que todo movimiento fuera de ellos originaba que los pagos de las transacciones se realizasen en oro. Tras la desaparición del patrón-oro clásico, por las razones aducidas en el apartado anterior, se produjeron diversos intentos de establecer sistemas de tipo de cambio fijo, con el oro como referencia, primero, y con monedas "fuertes" o "bolsas de monedas", después. Al patrón-oro clásico le sustituyó el patrón lingotes-oro, primero, y el patrón cambios-oro, después, hasta que la escasez relativa de este metal respecto al volumen de las transacciones mundiales (Junto a otros aspectos de carácter político relativas a la característica de los países productores más importantes), dió lugar a su desaparición, comenzando la definición de las distintas monedas en términos de alguna

moneda "fuerte", formándose así las "áreas de influencia" mencionadas con anterioridad.

Tras la Segunda Guerra Mundial, con el establecimiento del Sistema de Bretton Woods, las monedas tenían como referencia el dólar norteamericano, que a su vez mantenía una paridad fija respecto al oro, si bien, ante la debilidad de esta moneda, pronto se utilizaron "bolsas de monedas" como referencia para las oscilaciones de las distintas divisas. Los Derechos Especiales de Giro, dentro del Fondo Monetario Internacional, primero, y la UCE y el ECU, dentro de la Comunidad Económica Europea, después, son ejemplos de esta evolución.

En definitiva el funcionamiento en todos estos sistemas es muy parecido, si bien existen diferencias respecto a las normas específicas de llevar a cabo las actuaciones, por parte de los distintos países, razón por la que se ha distinguido detalladamente las distintas clases de tipos de cambio fijo que se pueden encontrar. En cualquier caso, las autoridades económicas adquieren el compromiso de mantener el tipo de cambio de su moneda en un valor determinado, o dentro de una banda de fluctuación prefijada, para lo cual ante cualquier variación en la demanda o en la oferta de moneda extranjera, o de su propia moneda, dichas autoridades intentarán mantener el tipo de cambio de la siguiente forma:

- Si la paridad es fija, realizará las operaciones necesarias para eliminar el exceso de oferta o demanda existente actuando en el mercado de cambios, comprando o vendiendo divisas, o influirá sobre los mercados de bienes, servicios o capitales, para reducir la tensión.

- Si la paridad es ajustable, ante movimientos persistentes del tipo de cambio en una determinada dirección, si las medidas anteriores no resultan efectivas, la autoridad económica puede determinar la modificación de la paridad de su moneda respecto a las demás divisas, procediendo a una devaluación o a una revaluación según los casos.

Las condiciones en la actualidad difieren de forma importante con las que existían en el siglo pasado, por lo que un sistema de tipos de cambio fijo sería muy difícil de mantenerse con carácter indefinido y estable. Por ello, tras la desaparición del sistema de Bretton Woods, y ante el sistema de flotación existente en la mayoría de los países, y la falta de medidas que regulasen los tipos de cambio, la Comunidad Económica Europea, con la adopción del "sistema de la serpiente", primero, y con el Sistema Monetario Europeo, a partir de 1.978, lo que estableció fue un sistema mixto en el que existe, como veremos posteriormente:

- Un tipo de cambio fijo, con paridad ajustable y banda de fluctuación, para las monedas de la Comunidad.
- Un tipo de cambio flexible, de flotación sucia, respecto a las demás monedas, y en especial respecto al dólar.

Ventajas e inconvenientes de los tipos de cambio fijos

La adopción de un sistema de tipos de cambio fijos presenta una serie de ventajas e inconvenientes cuya valoración se ha visto alterada a lo largo del tiempo, en función de las distintas circunstancias de cada momento histórico y, sobretudo, de los objetivos económicos que se intentasen alcanzar. Sin embargo, lo que hay que tener siempre en cuenta es que un país, aunque sea muy importante dentro del ámbito internacional, no puede mantener un sistema de cambios fijos de forma indefinida al margen de la actuación de los demás países, ya que los inconvenientes no tardarán en superar a las ventajas ante las presiones que sufrirá su moneda, salvo que desarrolle una política económica estricta que no permita que surjan desequilibrios internos importantes, que tengan influencia en su posición respecto al exterior, procurando, al mismo tiempo, mantener su posición relativa respecto a los demás países y no verse influido por los desequilibrios de carácter internacional. Conseguir todos estos objetivos es ya difícil, mas lograr cumplirlos durante un periodo de tiempo indefinido se hace casi imposible. Por todo ello, los países intentan establecer un sistema de tipos de cambio que permita el desarrollo del comercio internacional sin que se produzcan tensiones por los cambios en el valor relativo de las distintas monedas y, en caso de no lograrlo, suelen adoptar sistemas de tipo de cambio flexible, aunque, generalmente, con una flotación controlada por las autoridades económicas, para evitar, en lo posible, efectos negativos en la economía doméstica del país que tengan su origen en las condiciones de los cambios internacionales. Para establecer un sistema de tipos de cambio fijos los distintos países deben valo-

rar las ventajas e inconvenientes que el mismo supuestamente presenta, y decidir si ambos permiten alcanzar los objetivos de política económica que se han propuesto. Dado que estos objetivos varían a lo largo del tiempo, el sistema de tipos de cambio fijo no es siempre conveniente.

En cualquier caso, en un sistema de tipos de cambio fijos, cuando un país se encuentra ante un desequilibrio exterior, que se concretará en un exceso de oferta o de demanda de divisas se verá obligado a:

- * En primer lugar a **financiarlo** mediante operaciones que den lugar a movimientos de reservas de signo contrario a las del desequilibrio con el que se enfrenta, para lo cual puede actuar en dos frentes:

- Alterando su volumen de reservas internacionales, o simplemente cambiando su composición en algunos casos.

- Realizando operaciones de capital que compensen dicho desequilibrio.

- * Si el desequilibrio es persistente, a **corregirlo** definitivamente mediante medidas conjuntas en dos frentes, externo e interno:

- Intensificando las medidas anteriores, de forma que se tienda a la corrección automática del desequilibrio por vía monetaria.

- Actuando sobre la economía interna, in-

tentando eliminar las causas que originan el desequilibrio de balanza de pagos, actuando sobre demanda interna, alterando su nivel o composición, en particular respecto a las operaciones con relevancia en el comercio con el exterior.

- * Si persiste el desequilibrio, modificando el tipo de paridad, procediendo a la devaluación o a la revaluación, según los casos.

Ventajas del sistema de tipos de cambio fijos

La adopción un sistema de tipos de cambio fijos por parte de los países conlleva la obligación de sus autoridades a actuar en el mercado de cambios siempre que, como consecuencia de la evolución de su política económica, o de la política económica de los demás países, se produzca un desequilibrio en su balanza de pagos que provoque una presión sobre el valor de su moneda, respecto a las demás divisas, es decir, tanto si su moneda tiende a revalorizarse como a perder valor. Para ello, comprará, o venderá, según los casos, su propia moneda o la moneda respecto a la que experimente variación la misma, con lo que su nivel de reservas internacionales experimentará un aumento, si su moneda tiende a apreciarse, ya que comprará divisas a cambio de su propia moneda, o una merma, si tiende a depreciarse, ya que se verá obligado a "vender" divisas y adquirir su moneda.

Esta primera aproximación a los efectos de un sistema de tipos de cambio fijos nos muestra que existe una importante di-

ferencia entre mantener la paridad cuando la moneda tiende a apreciarse a lograrlo cuando lo que se experimenta es una presión a la pérdida de valor de la moneda nacional, ya que, mientras en el primer caso el volumen de reservas aumenta, en el caso de la tendencia a la depreciación lo que se produce es una pérdida de esas reservas, con lo que la situación a la que se llega tras la intervención estabilizadora es bien diferente en ambos casos, al no existir un límite definido al volumen de reservas internacionales que un país puede mantener, pero si existir dicho límite, como es lógico, respecto al volumen de reservas que el mismo país puede perder, y que vendrá dado por el que mantenga en el momento en que se hace necesaria la intervención. Si bien las autoridades económicas de un país ven afectada su política económica tanto en el caso de un aumento de reservas (que incrementa de forma exògena su base monetaria, al tener que emitir moneda nacional para cambiar la moneda extranjera a los exportadores de bienes y servicios y a los importadores de capital que, en sus operaciones internacionales han obtenido dichas divisas), como cuando se produce una caída de las mismas (en cuyo caso dicha base monetaria disminuye), y se producen efectos internos que obligan a adoptar medidas que contrarresten estos efectos no deseados, resulta más difícil hacerlo cuando existe una pérdida de divisas continua que cuando se incrementa su nivel ya que en este último caso puede originarse una pérdida de confianza que acelera el desequilibrio.

En cualquier caso, las ventajas generalmente aducidas respecto a un sistema de tipo de cambio fijos serían:

- Permite conocer con precisión los resultados que se derivan de las transacciones internacionales, eliminando los

posibles beneficios o pérdidas (no deseados), que se generan cuando existen alteraciones no esperadas en los valores relativos de las monedas de los países.

- Imponen una mayor disciplina en las actuaciones de las autoridades económicas, y en especial de las monetarias, que al adoptar sus políticas económicas deben contemplar los efectos que las mismas tendrán sobre la balanza de pagos, y los efectos que la obligación de mantener el tipo de cambio van a tener sobre los objetivos que se proponen.

- Proporciona, como consecuencia de lo anterior, una mayor estabilidad a la economía ante la presencia de perturbaciones internas, al verse obligadas las autoridades económicas a neutralizarlas. Sin embargo, esta condición sólo será necesaria si no existen otros movimientos externos que las compensen, es decir, que desequilibrios nacidos en el mercado de bienes y servicios, que se reflejarán en la balanza corriente, pueden ser compensados por movimientos de carácter contrario, total o parcialmente, de las operaciones por cuenta de capital, permitiendo a las autoridades económicas del país a no alterar la composición de sus reservas ni actuar para corregir el primer desequilibrio, al menos de forma inmediata (75).

Inconvenientes del sistema de tipos de cambio fijos

Frente a estas ventajas generalmente aducidas de un sistema de tipos de cambio fijos, podemos presentar una serie de inconvenientes que, dado que el intervencionismo estatal existente en la actualidad y la imposibilidad de lograr un nuevo sistema monetario internacional, tras la desaparición del nacido de los

Acuerdos de Bretton Woods, hacen muy difícil su aplicación. Los principales inconvenientes serían los siguientes:

- El intento de mantener la cotización de su moneda puede llevar a un país a perder un volumen importante de reservas internacionales antes de adoptar un plan de estabilización dirigido a eliminar las causas del desequilibrio de su balanza de pagos, para verse obligado a adoptar posteriormente, un plan mucho más duro, generalmente, que el que hubiera sido necesario en un principio. Es decir, que la existencia de un tipo de cambio fijo debilita uno de los indicadores sobre los efectos de la política económica.

- Los movimientos de divisas que provocan los desequilibrios monetarios de los países, suponen la traslación de los problemas de balanza de pagos de unos países a otros, siendo difícil alcanzar y mantener situaciones estables sin restringir de alguna forma la libertad de flujos de capitales.

- Los tipos de cambio fijos requerirían un nivel de inflación "deliberado" para evitar la 'transferencia' de recursos reales a países más inflacionistas a expensas de los niveles de vida y expectativas de desarrollo internos, es decir, llevarían al ámbito interno el problema de la balanza de pagos.

- Afectan de forma negativa a la efectividad de las políticas económicas, y en particular a la monetaria (como veremos en el capítulo cuarto), desviando parte de sus efectos al ámbito externo.

- Por último, y no por ello menos importante, presenta

el problema de establecer cual es el tipo de paridad adecuado de la moneda respecto a las demás divisas para evitar que una sobrevaloración, o minusvaloración, de aquella provoque una tendencia a la pérdida de reservas internacionales, o a su acumulación, que tendrá un efecto muy negativo sobre la economía del país, como ya sucediera en el Reino Unido con el problema de la sobrevaloración de la libra esterlina tras la Primera Guerra Mundial, que obligó a la puesta en práctica de la denominada política del "stop & go" que hipotecaba cualquier intento de desarrollo equilibrado.

Tipos de cambio flexibles

La flexibilidad, o flotación, de los tipos de cambio hace referencia a la inacción de las autoridades económicas sobre el valor externo de la moneda del país, de forma que este experimentará variaciones en función de la oferta y la demanda que los agentes económicos hagan de la misma, atendiendo a las necesidades que tengan de ella, o de otras divisas, o simplemente por razones especulativas.

Sin embargo, junto a esta situación de flotación libre en la que la paridad de la moneda viene determinada por el funcionamiento del mercado, podemos encontrar una situación de flotación en la que las autoridades económicas dejan que su moneda fluctúe siempre que la paridad que mantenga la misma respecto a las demás divisas se encuentre comprendida dentro de unos ciertos límites prefijados, compatibles con los objetivos de política económica que se quieran alcanzar, actuando en los mercados para mantenerla dentro de esos límites, pero sin que exista obligación real para ello. Es la denominada flotación "sucia".

Ventajas e inconvenientes de los tipos de cambio flexibles

El establecimiento de tipos de cambio fijos entre las distintas monedas exige la elaboración, por parte de las autoridades de las autoridades de los países del sistema, de políticas económicas, y en particular monetarias, que presenten cierta homogeneidad. Dado que los distintos países tienen objetivos distintos, o dan a los mismos distintas prioridades, y para alcanzarlos van a adoptar políticas de distinto signo respecto a la de los demás países con los que comercia, la existencia de tipos de cambio fijos provocaría desequilibrios de balanza de pagos que obligaría a esas autoridades a realizar, tarde o temprano, políticas correctoras que eliminasen el desequilibrio, con lo que resultarían negativamente afectados los objetivos que se habían marcado. Para lograr una autonomía respecto a los demás países en la elaboración de sus políticas económicas nacionales los países recurren a la adopción de un sistema de tipos de cambio flexibles (si bien pueden actuar en el mercado de divisas si, como sucede generalmente, uno de sus objetivos es lograr un cierto equilibrio en su balanza de pagos). Pero la existencia de tipos de cambio flexibles, o variables, presenta a su vez una serie de ventajas que hacen recomendable su adopción, y una serie de inconvenientes que permiten criticarlos, siendo razones de tipo económico-político las que dan lugar a su adopción o no.

Ventajas del sistema de tipos de cambio flexibles

Como ya he indicado, bajo un sistema de tipos de cambio variables, o flexibles, el equilibrio externo se logra por el li-

bre Juego de las fuerzas del mercado, eliminándose los déficits o superávits externos mediante movimientos del tipo de cambio que igualan la oferta y demanda de divisas. Las ventajas de este sistema podrían resumirse en los siguientes puntos:

- La sencillez y automatismo en el ajuste externo, debido al continuo ajuste de la balanza de pagos mencionado, por el que todo déficit o superávit es corregido por variaciones del tipo de cambio, sin requerir actuación alguna por partes de las autoridades económicas.

- Elimina la necesidad de mantener un volumen excesivo de reservas internacionales (oro y divisas) para actuar en caso de producirse desequilibrios en la balanza de pagos, de forma que el Estado podrá mantener dichas reservas en el volumen que estime conveniente, para atender a otros fines distintos relacionados más directamente con el comercio internacional.

- Las políticas económicas, monetaria y fiscal, tendrán mayor impacto, serán más efectivas, en sus objetivos internos al no tener que preocuparse por alcanzar también el equilibrio a nivel externo, como ocurre en los sistemas de tipo de cambio fijo.

En definitiva, un sistema de tipos de cambio flexibles va a proporcionar al país que lo adopte una autonomía respecto a la utilización de su política económica y, por tanto, a intentar lograr objetivos distintos a los que puedan tener los países con los que se relaciona a nivel internacional.

Inconvenientes del sistema de tipos de cambio flexibles

Frente a las ventajas de un sistema de tipos de cambio variables vistas en el apartado anterior pueden exponerse diversos inconvenientes del mismo que resten atractivo al automatismo en el ajuste externo que el mismo proporciona. Los principales argumentos contrarios a los sistemas de tipos de cambio flexibles suelen ser:

- Su adopción daría lugar a un nivel de incertidumbre en las operaciones internacionales que tendería a reducir los flujos comerciales y financieros a nivel internacional.

- Los movimientos especulativos pueden tener efectos desestabilizadores en un sistema de tipos de cambio variables al generarse ganancias adicionales, derivadas de los movimientos de los tipos de cambio, que hagan rentables - o al menos permitan que se mantengan en el tiempo - las operaciones especulativas (argumento rechazado totalmente por Milton Friedman, quien asegura que toda especulación rentable tiene que ser estabilizadora, y las que no son rentables se extinguen por sí mismas).

- Los tipos de cambio flexibles son más "inflacionistas" que los fijos (recordemos que con tipos de cambio fijos se requeriría una "inflación deliberada" para evitar la transferencia de recursos reales a países más inflacionistas), al no existir el freno de la pérdida de reservas y la necesidad de actuación de las autoridades económicas para mantener el equilibrio externo.

El mercado de divisas en un sistema de tipos de cambio flexibles

Todas las desventajas que se les atribuyen a los sistemas de tipos de cambio flexibles nacen del desconocimiento de las elasticidades de las curvas de demanda y oferta de divisas y de los efectos nocivos de una rigidez acusada de dichas curvas que provocaría que pequeñas modificaciones en la cantidad de divisas originasen fuertes variaciones en el tipo de cambio, o viceversa.

Para poder tener en cuenta en nuestro análisis sobre las ventajas de un sistema u otro de tipos de cambio, debemos considerar que variables son las que determinan esas elasticidades de las curvas de oferta y demanda de divisas para aceptar, o no, los argumentos en pro y contra de cada uno de los sistemas de tipo de cambio.

El mercado de divisas

Como ya se indicó al comenzar este capítulo, el mercado de divisas es aquel en el que las distintas monedas se demandan y se ofrecen a un determinado precio, el tipo de cambio. En cada país se establecen distintos "submercados" para cada una de las monedas extranjeras, divisas, en relación con su propia moneda, que están relacionados entre sí y con los demás mercados de divisas de los demás países, de forma que el tipo de cambio de dos monedas entre sí tiende a ser igual en los distintos países, produciéndose operaciones especulativas o de arbitraje que tienden a igualarlos cuando existen discrepancias entre los mismos.

El tipo de cambio entre dos monedas, o precio relativo de

las mismas se formará, en un sistema de tipos de cambio totalmente flexibles, por el ajuste de la oferta y la demanda de la moneda de que se trate, midiéndose dicho precio en la moneda nacional del país considerado (ver gráfico 5).

La oferta de divisas

La oferta de la divisa considerada dependerá de las exportaciones de bienes y servicios y de las importaciones de capital, que generan ingresos de divisas. Dichos componentes dependen a su vez de otras variables:

* Las exportaciones de bienes y servicios constituyen una oferta cuyo nivel efectivo estará condicionado por:

- Los precios domésticos de los bienes exportados en los países receptores, de forma que cuanto más caras sean, en su propia moneda, lo que para ellos son 'importaciones' respecto a los bienes sustitutivos que puedan existir menor será el volumen de exportaciones que se realice.

- El nivel de precios internacionales, que hará más o menos competitivas a las exportaciones respecto a los productos de otros países.

- El tipo de cambio.

- El nivel de renta y los gustos de los países que importan las mercancías exportadas por el país que estamos considerando.

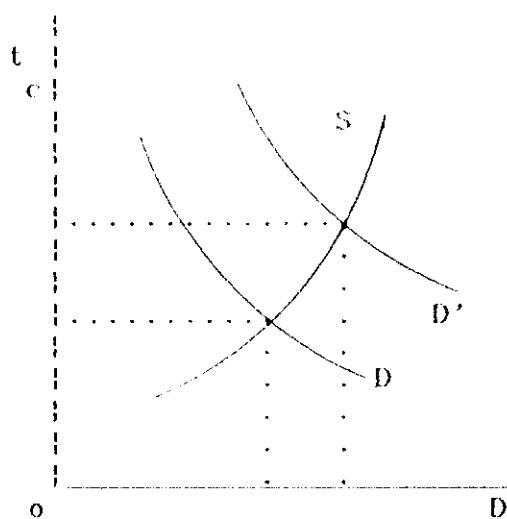
* Las importaciones de capital se verán influenciadas principalmente por:

GRAFICO 5

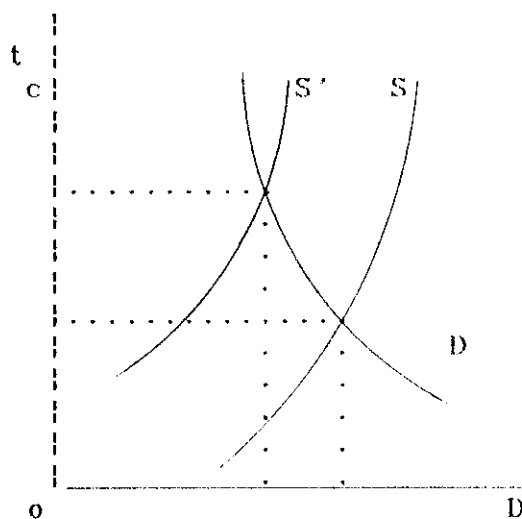
EL TIPO DE CAMBIO EN EL MERCADO DE DIVISAS

a) TIPOS DE CAMBIO FLEXIBLES

-- MODIFICACION DE LA
DEMANDA DE DIVISAS

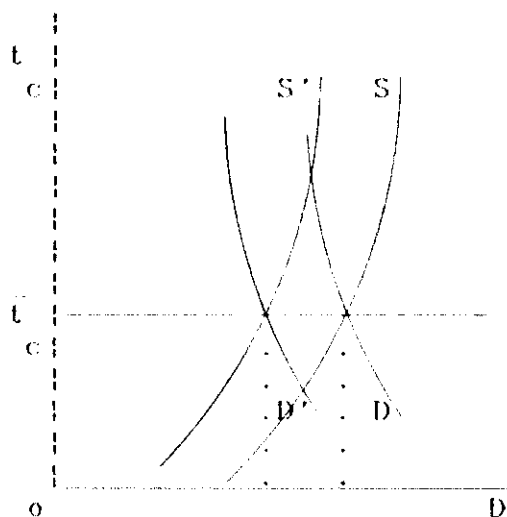


-- MODIFICACION DE LA
OFERTA DE DIVISAS

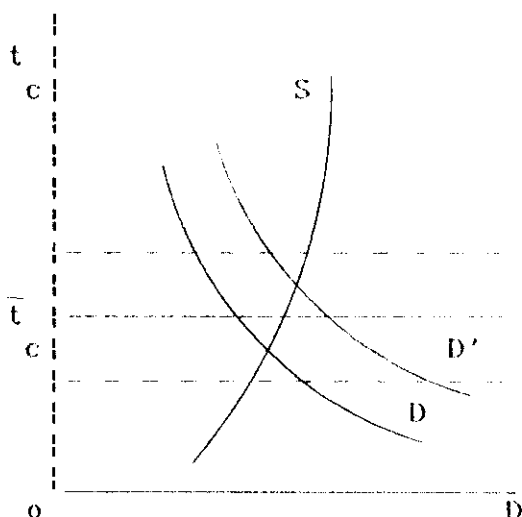


b) TIPOS DE CAMBIO FIJOS

-- ESTRICTO



-- CON BANDAS DE FLUCTUACION



D divisa

N moneda nacional

- El tipo de cambio, y principalmente por las variaciones en sus valores "presente" y "a futuros".

- El tipo de interés, a corto plazo, también en las dos vertientes de su valor 'presente' y 'a futuros', para poder cubrir el riesgo de una depreciación o apreciación que pudiera mermar la rentabilidad expresada por el tipo de interés.

- La rentabilidad, a largo plazo, de las inversiones, que debe contemplar, además del tipo de cambio, los efectos de los precios de los bienes y de los factores, entre otras circunstancias.

La demanda de divisas

La demanda de la moneda extranjera que estemos considerando dependerá de las importaciones de bienes y servicios así como de las exportaciones de capital que realice el país en cuestión, ya que estas operaciones necesitan moneda extranjera para pagar en el exterior, es decir, provocan salida de divisas. Ambos grupos de operaciones dependerán a su vez, como vemos al analizar la oferta de divisas, de otras variables:

* Las importaciones de bienes y servicios constituyen una demanda que dependerá, principalmente, de las siguientes variables:

- El nivel de precios interiores, o domésticos, que van a determinar la conveniencia de adquirir dichas importaciones o de desviar la demanda hacia otros bienes sustitutivos (o iguales) producidos por otros países (con lo que mantendrían su ca-

rácter de importación) o en el interior (afectando así a dicha importación.

- El nivel de precios internacionales, que afecta a la competitividad de los distintos productos.

- El tipo de cambio.

- El nivel de renta y los gustos existentes en el país que realiza las importaciones, y que analizamos.

* Las exportaciones de capital dependerán de:

- El tipo de cambio.

- El diferencial entre el tipo de interés interior y exterior, a corto plazo.

- La rentabilidad, a largo plazo, de las inversiones.

En definitiva, tanto la oferta de divisas como su demanda se ven influenciadas por las mismas variables, si bien varía el país desde el que se aprecian los valores de las mismas. Como ya he indicado, los argumentos en contra de los sistemas de tipos de cambio flexibles nacen del desconocimiento de las elasticidades de las curvas de oferta y demanda de divisas, por lo que debemos analizar los efectos de su rigidez o flexibilidad, para lo cual nos centraremos en el estudio de la elasticidad de la curva de oferta de divisas, siéndole aplicable el análisis a la demanda de divisas, con tan sólo variar el país considerado, si bien habría que distinguir, posteriormente, entre monedas de uso generalizado y aquellas que no lo son, por su mayor, o menor, influencia en el ámbito internacional.

La pendiente de la curva de oferta de divisas: El problema de la elasticidad

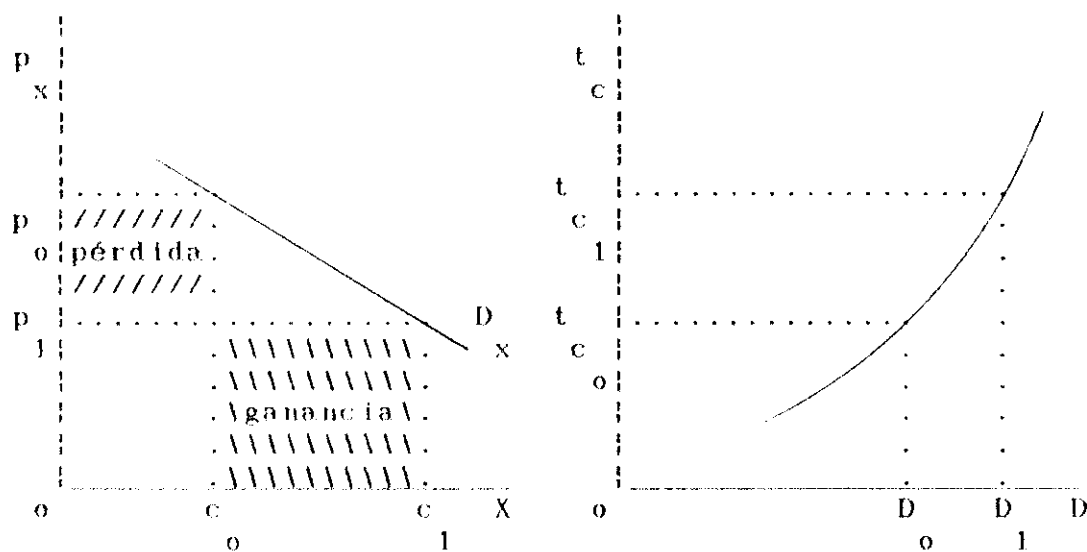
Como veíamos en el apartado anterior, la oferta de divisas de un país depende de sus importaciones de capital así como de sus exportaciones de bienes y servicios. Las importaciones de capital reaccionan de forma inmediata ante variaciones en el tipo de interés, si son a corto plazo, o de la rentabilidad, cuando son inversiones a largo plazo, pero tienen una actitud más lenta ante variaciones en el tipo de cambio. Por el contrario, las exportaciones de bienes y servicios reaccionan de forma inmediata ante modificaciones en el tipo de cambio (salvo en situaciones de inestabilidad constante de los mismos), puesto que se ve alterado el precio en moneda extranjera de los bienes nacionales exportables, es decir, se afecta a las condiciones de demanda del país que va a recibir esas exportaciones. Va a ser esa demanda de los países receptores, y su elasticidad, la que condicione la forma de la curva de oferta de divisas, es decir, que la cantidad vendida o exportada dependerá del precio en moneda extranjera que tengan los productos exportados (que ante precios domésticos constantes dependerá del tipo de cambio, y ante tipos de cambio fijos estará influido por la tasa de variación de los precios domésticos) y de la elasticidad de la demanda extranjera de dichos bienes.

Vamos a considerar dos situaciones respecto a la elasticidad de la curva de demanda de los países receptores de exportaciones, es decir, de los países importadores, analizando primero el caso de una curva de demanda "elástica" para estimar, posteriormente, los efectos de una curva de demanda "rígida"

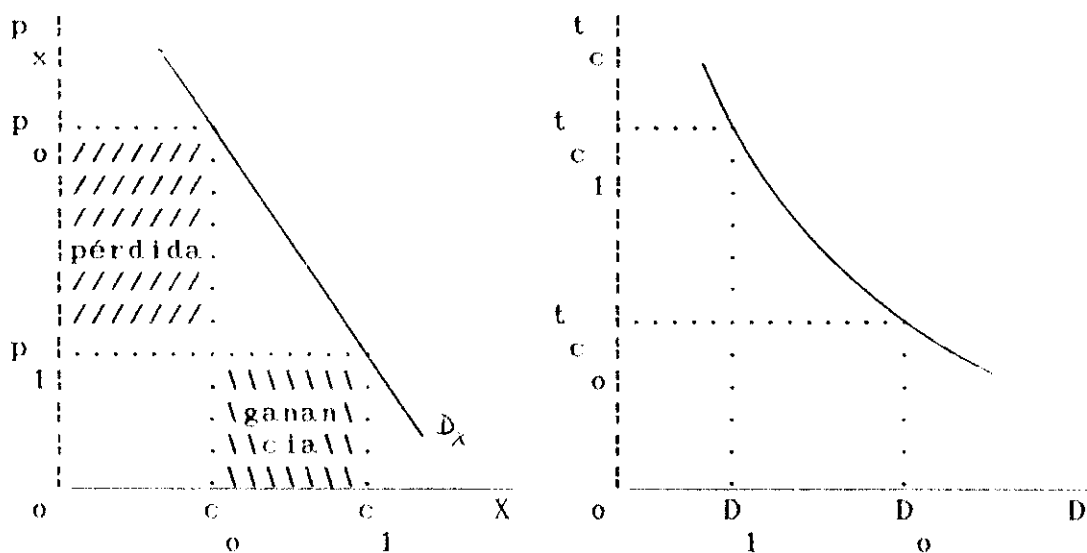
GRAFICO 6

LA CURVA DE OFERTA DE DIVISAS

a) CURVA DE DEMANDA DE EXPORTACIONES ELASTICA



b) CURVA DE DEMANDA DE EXPORTACIONES RIGIDA



$\begin{array}{c} \downarrow \\ p \text{ (en divisa)} \text{ y } E > 1 \rightarrow S_D \\ \downarrow \\ t_c \end{array}$
 $\begin{array}{c} \downarrow \\ p \text{ (en divisa)} \text{ y } E < 1 \rightarrow S_D \\ \downarrow \\ t_o \end{array}$

X EXPORTACIONES D_x DEMANDA DE EXPORTACIONES

sobre la curva de oferta de divisas (ver gráfico 6).

Curva de demanda de exportaciones elástica

Si la curva de demanda de los países receptores presenta una elasticidad mayor que la unidad, es decir, es elástica, pequeñas variaciones de los precios en moneda extranjera de dichas exportaciones, provocados por una devaluación (que es el caso que nos interesa considerar para ver las condiciones existentes ante tipos de cambio flexibles), con precios internos fijos, dará lugar a un fuerte aumento de la cantidad exportada, de forma que lo que se pierde por la disminución de los precios se ve más que compensado por el aumento de los ingresos que genera la mayor cantidad exportada (ver gráfico 6 a). E igual, pero de signo contrario, logicamente, sería el efecto de una apreciación de la moneda del país exportador, ya que las ganancias generadas por los mayores precios serían mucho menores que las pérdidas producidas por la menor cantidad exportada.

En este caso, la curva de oferta de divisas tendrá una pendiente positiva, tradicional, de tal forma que al incrementarse (o disminuir) el tipo de cambio, es decir, ante depreciaciones (o apreciaciones) de la moneda del país exportador, la oferta de divisas aumentará (o disminuirá). La oferta de divisas variará en la misma dirección que la demanda de los países receptores.

Curva de demanda de exportaciones rígida

Si la curva de demanda de los países importadores presenta una elasticidad menor a la unidad, es decir, es rígida respecto a las variaciones de precios, una disminución de los precios en

moneda extranjera, provocados por una devaluación de la moneda del país exportador, con precios internos fijos, tendrá un efecto muy reducido sobre la cantidad demandada, de forma que los ingresos que se pierden por la caída de los precios superarán a la ganancia derivada del aumento de ingresos por la mayor cantidad que se exporta (ver gráfico 6 b), e igualmente, pero con sentido contrario, sucedería en el caso de una apreciación de la moneda del país exportador.

Este segundo caso de una curva de demanda de exportaciones rígida constituye un caso límite que da lugar, ante unos precios domésticos estables, a una curva de oferta de divisas de pendiente negativa ya que a un tipo de cambio mayor, que origina una disminución de los precios en moneda extranjera de dichas exportaciones, la oferta de divisas disminuye al ver los exportadores menguados sus ingresos debido a que la pérdida de los mismos que provoca la caída de los precios supera a las ganancias que el mayor nivel de exportación genera.

La pendiente de la curva de demanda de divisas

La curva de demanda de divisas tendrá siempre pendiente negativa ya que la importación de bienes y servicios tiene su origen en un país extranjero, por lo que la elasticidad de la demanda del país considerado influirá en un mayor o menor valor de la pendiente negativa de la curva de demanda de divisas, pero no va a afectar a su signo.

Interrelación de las curvas de oferta y demanda de divisas

Basándonos en todo lo anterior podemos considerar dos situaciones:

* Que las dos curvas tengan pendiente de distinto signo, es decir, que la curva de demanda de exportaciones sea flexible, en cuyo caso una depreciación de la moneda del país considerado tendrá un doble efecto:

- Hará aumentar el precio en moneda nacional, con lo que se encarecerán las importaciones, que al disminuir desplazarán la curva de demanda de divisas hacia la izquierda.

- Hará disminuir el precio en divisas de las exportaciones, con lo que la curva de oferta de divisas se desplazará hacia la derecha.

En este caso, se podrá volver a un nivel de equilibrio si se produce un desplazamiento de la demanda de dólares, siendo aplicable el razonamiento de igual forma a una apreciación.

* Que las dos curvas tengan pendiente del mismo signo, al ser rígida la curva de demanda de exportaciones, con lo que ante variaciones en el tipo de cambio se produce un alejamiento continuo de su valor de equilibrio, aunque no se considere los efectos sobre la oferta de divisas, con lo que, en este caso, un sistema de tipos de cambio flexibles sería claramente desestabilizador.

Sin embargo, los trabajos empíricos realizados hasta la fecha parecen demostrar que, en condiciones que podríamos denominar como normales, la demanda extranjera de exportaciones presenta una elasticidad superior a la unidad, es decir, es elástica en su conjunto, y no se cumple el caso límite visto anteriormente, con lo que la pérdida de ingresos se ve compensada

por la ganancia derivada de una exportación mayor. El problema surge a la hora de determinar la cuantía de esa diferencia entre ganancias y pérdidas, ya que según sea su valor, obtendremos una mayor o menor elasticidad de la oferta de divisas.

Si tanto la oferta de divisas como su demanda son poco elásticas, pequeñas oscilaciones en las cantidades demandadas u ofertadas de esas divisas, provocadas por oscilaciones en las operaciones internacionales, van a producir fuertes variaciones en el tipo de cambio, con lo que los exportadores e importadores tenderán a restringir sus transacciones internacionales ante la amenaza de que sus ganancias esperadas se vean anuladas por las diferencias en el cambio.

Por el contrario, si ambas curvas de oferta y demanda de divisas fuesen muy elásticas, las fluctuaciones del tipo de cambio serían muy pequeñas, y el comercio internacional no se vería negativamente afectado.

Pero, si variamos ahora los precios domésticos de las mercancías exportables, que hasta este momento habíamos considerado fijos o estables, deberemos tener en cuenta las condiciones de la producción interna del país, de forma que si, como consecuencia de un incremento en el tipo de cambio, se reduce inicialmente el precio en divisas de los bienes exportables la cantidad demandada por los países extranjeros importadores de esos bienes aumentará, en mayor o menor medida, de forma que los precios domésticos de esos bienes se incrementarán (ante una curva de oferta agregada de pendiente creciente, y que no ha variado en el periodo que hemos considerado), con lo que se neutralizará, al menos parcialmente, el efecto positivo que la devaluación, como veremos en el apartado en el que se analizan

los efectos de las devaluaciones. La compensación del efecto dependerá de la elasticidad de la curva de oferta interna de los bienes exportables, por lo que vemos que son dichas elasticidades las determinantes del efecto final.

En definitiva, las tres críticas básicas que pueden hacerse a los sistemas de tipos de cambio flexibles, basadas en el desconocimiento preciso de las elasticidades de las curvas de oferta y demanda, tanto a nivel externo como interno, son:

- Que la oferta de divisas puede ser, en algunos casos límites provocados por una rigidez de la demanda de exportaciones, de pendiente negativa, es decir, decreciente.

- Que unas oferta y demanda de divisas muy inelásticas pueden provocar fuertes oscilaciones del tipo de cambio.

- Que los movimientos en el tipo de cambio generan variaciones en los precios internos del mismo signo, que aminoran sus efectos sobre los precios en divisas de las exportaciones.

- Que existen muchas dificultades para determinar cual es la elasticidad de la curva de oferta de divisas, ya que ésta a su vez depende de las elasticidades de otras dos curvas, la de la demanda de bienes exportables que mantienen los países extranjeros, y de la de la oferta interna de los productos exportables.

La elección entre un sistema de tipos de cambio fijos o flexibles va a depender, en definitiva, de las ideas que se tengan respecto a los valores de todas estas elasticidades y a las experiencias sobre el funcionamiento de ambos sistemas a lo

largo de la historia, que fue lo que en definitiva llevó a White y a Keynes a considerar a los tipos de cambio flexibles como desestabilizadores y a proponer un sistema con tipos de cambio fijos en el sistema de Bretton Woods, basándose en que en el único periodo durante el cual habían funcionado los tipos de cambio flexibles fue cuando el Reino Unido devaluó la libra en 1.931, dando lugar al area de la libra esterlina, y cuando se declaró la inconvertibilidad del dólar, entre 1.933 y 1.934, es decir, cuando fue definitivamente abandonado el patrón oro, y se formaron los fondos de estabilización en los diferentes bloques, cuya actuación se basaba en una devaluación competitiva para, de forma artificial, aumentar sus correspondientes exportaciones.

El equilibrio externo como objetivo de política económica

En los apartados anteriores hemos visto como las autoridades económicas pueden optar entre sistemas de tipos de cambio fijos o flexibles, y dentro de ellos entre unos sistemas más o menos estrictos, para determinar el valor relativo de su moneda ante sus relaciones con el resto del mundo. Sin embargo, sea cual fuere el sistema adoptado, debe existir un cierto equilibrio entre lo que obtiene de sus transacciones internacionales y lo que debe pagar por ellas, para evitar que su actividad económica interna sufra efectos negativos derivados de esas operaciones internacionales, bien por la excesiva salida, o entrada, de reservas internacionales, que incide en su base monetaria, o por unos volúmenes excesivos de importaciones o exportaciones, etc. En cualquier caso, el equilibrio externo se convierte en un objetivo más de la política económica de un país,

que se alcanza de forma automática si se adopta un sistema de tipos de cambio flexibles, o debe ser logrado mediante actuaciones de política económica que incidan en las operaciones internacionales, si el sistema de tipos de cambio es fijo. Sin embargo, recordando una vez más la **regla de Tinbergen**, que determina que para lograr un objetivo dado debemos aplicar un instrumento efectivo, de forma que para lograr alcanzar un número determinado de objetivos independientes deberemos aplicar, al menos, un número igual de instrumentos independientes y efectivos, nos encontramos que si pretendemos alcanzar un nuevo objetivo, el equilibrio externo, deberemos utilizar un nuevo instrumento, el tipo de cambio, si el sistema adoptado es flexible (y de ahí su automaticidad), u otro instrumento distinto si se pretende fijar el tipo de cambio (que pasaría a constituir un objetivo en sí mismo), en cuyo caso deberemos utilizar alguna medida de política económica que tendrá incidencia directa sobre las variables internas de la economía, surgiendo el problema de la compatibilidad entre los distintos objetivos de política económica, es decir, el problema de la compatibilidad entre los dos equilibrios considerados, interno y externo.

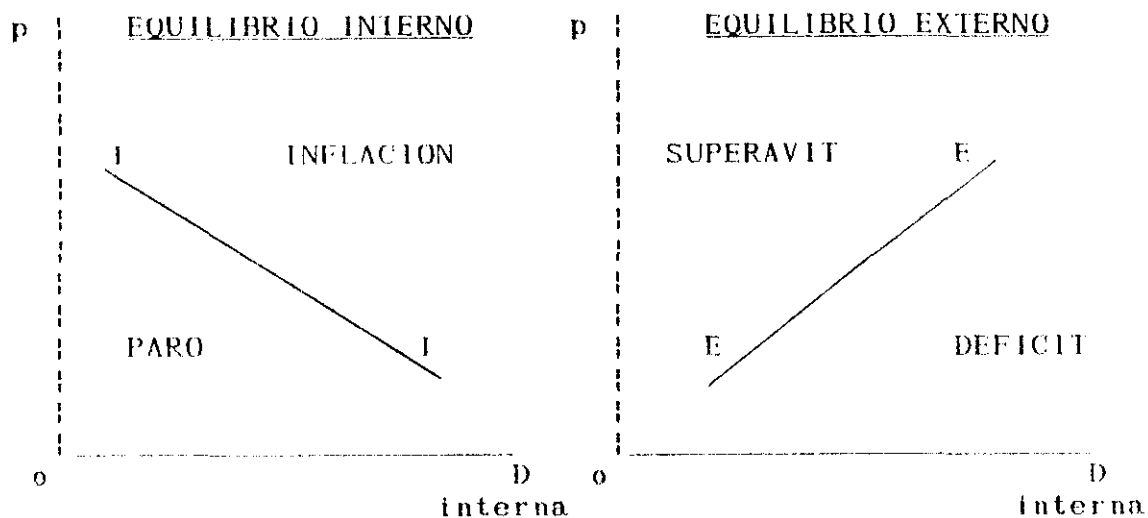
Para poder realizar un análisis, aunque sea breve, de la posibilidad de alcanzar simultáneamente ambos equilibrios, interno y externo, deberemos previamente definirlos, al menos de forma genérica:

* **Equilibrio interno** será aquella situación en la que existe pleno empleo de los factores productivos y no existen tensiones inflacionistas. Situación que se corresponde, en el modelo keynesiano, con una igualdad entre la demanda agregada y

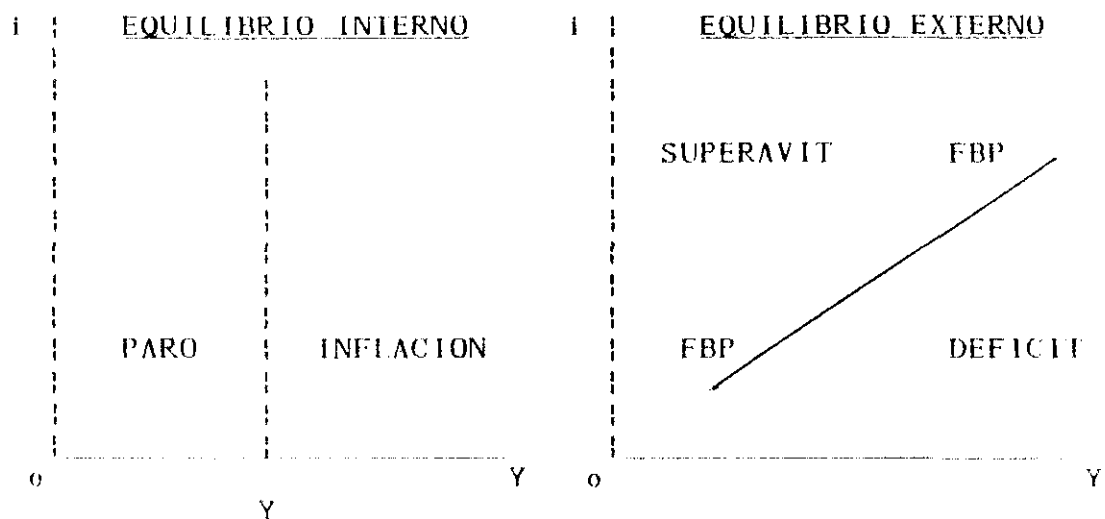
GRAFICO 7

EQUILIBRIO INTERNO Y EQUILIBRIO EXTERNO

RELACION PRECIOS-DEMANDA



RELACION TIPOS DE INTERES-RENTA



la oferta de pleno empleo, si bien nos separamos brevemente de dicha postura, que contemplaba la posibilidad de que la economía estuviese en equilibrio sin necesidad de que existiese pleno empleo de los factores (ver gráfico 7).

* **Equilibrio externo** será toda situación en la que exista igualdad entre los pagos realizados en reservas extranjeras (oro o divisas) que se deriven de las importaciones de bienes y servicios y de las exportaciones de capital realizados, y los cobros, también en reservas internacionales, que provienen de las exportaciones de bienes y servicios y de las importaciones de capital que el país realiza. Es decir, cuando el saldo de la balanza de pagos sea nulo durante el periodo. (ver gráfico 7).

El equilibrio de la balanza de pagos

Previamente a continuar el análisis, es importante distinguir entre el equilibrio externo y el denominado equilibrio de la balanza de pagos.

La balanza de pagos de un país es un documento contable, basado en el criterio de anotación por partida doble, que constituye un registro sistemático y normalizado de todas las transacciones económicas, definidas en términos monetarios, realizadas entre los residentes del país y los residentes del resto del mundo, durante un periodo de tiempo dado, generalmente un año.

Como de cualquier documento contable, dada la agrupación que se realiza de estos datos, pueden deducirse de los mismos información sobre la actividad del país en cuestión y, como también sucede en los documentos contables que utilizan el pro-

cedimiento de partida doble, siempre está en equilibrio, al existir para cada operación, al menos, dos anotaciones en ambos lados del documento, siendo en todo momento los débitos iguales a los créditos.

El saldo de dicha balanza lo constituye la variación de la posición deudora o acreedora del país, que se liquidará con la entrada o salida neta de reservas internacionales (y la cuenta 8, de errores y omisiones, que carece de importancia para nuestro análisis). El déficit o superávit de dicha balanza de pagos vendrá dado por el saldo de la balanza básica, ya que en la misma se separan las partidas autónomas de las compensatorias, por lo que es más completa que la mera variación de reservas, que no recogería las operaciones compensatorias que modifican la posición deudora-acreedora del país, sin que se produzca salida-entrada de reservas internacionales.

Sin embargo, la balanza de pagos suele subdividirse en diversas "sub-balanzas", con contenido económico propio, algunas de las cuales ya hemos citado, que pueden presentar desequilibrios que es necesario tener en cuenta, aunque la balanza de pagos estuviese equilibrada en su conjunto, y no existiese ninguna variación ni en la posición deudora-acreedora del país ni se produjesen salidas o entradas de reservas. Las principales balanzas secundarias que podemos encontrar son:

* La balanza por cuenta corriente, o balanza por cuenta de renta, que recoge las operaciones que inciden directamente en la renta del país, y que se divide a su vez en tres componentes o balanzas de menor orden:

- La balanza comercial o de bienes, que refleja las

distintas importaciones y exportaciones de bienes.

- La balanza de servicios, que recoge los movimientos derivados de los fletes, seguros, transporte, turismo y viajes, rentas e inversiones (beneficios, dividendos e intereses), las transacciones internacionales y cualesquiera otros servicios.

- La balanza de transferencias, en la que se incluyen las operaciones unilaterales (sin contraprestación).

* La balanza por cuenta de capital, que refleja las distintas transacciones que afectan a la posición acreedora o deudora del país respecto del resto del mundo (con la excepción de las transferencias por cuenta de capital que se recogen en la balanza por cuenta corriente dentro de la sub-balanza de transferencias), por lo que se consignan en ella las entradas (importaciones) y salidas (exportaciones) de capital, entendiendo por importaciones de capital todas aquellas operaciones de capital que incrementen la posición deudora, o disminuyan la posición acreedora, del país respecto al resto del mundo, y por exportaciones, lógicamente, las que aumenten la posición acreedora y disminuyan la deudora.

Dentro de las operaciones que recoge la balanza por cuenta de capital podemos distinguir entre operaciones:

A) Atendiendo a su permanencia en el tiempo:

- A corto plazo, de hasta un año, que suelen tener carácter compensatorio.

- A largo plazo, superior a un año.

B) Teniendo en cuenta la voluntad en su realización:

- De carácter autónomo, derivadas de la propia actividad económica del país.
- De carácter acomodante, que son aquellas que realizan las autoridades monetarias en función de los déficits o superávits que se producen en los distintos puntos de la balanza de pagos.

Además de estas dos sub-balanzas de renta y de capital, existe una tercera sub-balanza que agrupa los términos de distinta forma, cuyo saldo tiene gran importancia al separar las partidas autónomas de las compensatorias:

* La balanza básica, que recoge junto a la balanza por cuenta corriente las operaciones de capital a largo plazo (dejando, por tanto, fuera de la misma las operaciones de claro carácter compensatorio como son los capitales a corto plazo, las operaciones con el Fondo Monetario Internacional, la variación de reservas -así como los errores y omisiones que se recogen en las partidas no clasificadas y diferencias de valoración-).

Junto a estas podemos realizar otras agrupaciones de los datos que presenta la balanza de pagos, atendiendo a la distinta información que queramos obtener, y así tendremos:

- La balanza de liquidez, que es la suma de la balanza básica, los errores y omisiones y los cambios en los créditos netos del país frente al resto del mundo.

- La balanza de transacciones oficiales, o balanza de liquidez no derivada de operaciones de capital a corto plazo, que se obtiene de la suma de los cambios en las reservas internacionales y los que se producen en las obligaciones líquidas del país respecto al resto del mundo, por lo que constituye una variante de la anterior.

- La balanza de endeudamiento internacional, que informa del volumen de activos líquidos del país frente al resto del mundo, es decir, de su posición acreedora-deudora.

La elaboración de la balanza de pagos, dentro de la economía occidental, se realiza atendiendo a una serie de criterios dictados por el Fondo Monetario Internacional (76), en un intento de que todos los países reflejen datos homogéneos en sus balanzas de pagos, no pretendiendo el presente trabajo doctoral analizar esos criterios si no, solamente, destacar los datos de aquellas que van a determinar la existencia de un desequilibrio externo en la economía de un país, y respecto al que se puede llegar atendiendo a criterios diferentes, en razón de cual sea la sub-balanza o cuenta cuyo saldo consideremos. Podemos utilizar tres métodos principales para analizar el desequilibrio externo a partir de los datos de la balanza de pagos:

* El saldo de la balanza por cuenta corriente (que suele ser el más utilizado), que de ser positivo reflejará un superavit al ser los ingresos superiores a los pagos, y significar un préstamo neto al exterior, y de ser negativo significará que se ha producido un déficit, al superar los pagos a los ingresos, con lo que existirá un préstamo neto del resto del mundo.

* La variación de las reservas internacionales, que son movimientos de capital a corto plazo, cuya cuenta reflejara un déficit si su saldo es positivo, en cuyo caso existirá una salida de reservas derivada de unos pagos superiores a los ingresos y un superávit si es negativo, por ser los ingresos los que superen a los pagos, generándose una entrada de divisas.

* El saldo de la balanza básica, que de ser positivo reflejará un superávit, y un déficit cuando es negativo.

Vemos fácilmente la diferencia entre la cuenta que recoge las variaciones en el volumen de reservas y los saldos de las dos balanzas, ya que mientras en aquella se produce un superávit cuando su saldo es negativo, debido a que recoge la financiación de las operaciones, en éstas dicho superávit se produce cuando el saldo es positivo, ya que ésto supone una mejora de la posición deudora del país. Un análisis de la variación que experimente la situación internacional de un país determinado deberá tener en cuenta, al menos, el valor de estos tres saldos que hemos considerado, puesto que, en caso contrario, se puede llegar a conclusiones erróneas, al utilizar sólo una parte de la información relevante.

Medidas para el ajuste de un desequilibrio externo

En cualquier caso, si del análisis de la balanza de pagos a través de sus componentes se deduce que existe un desequilibrio externo, y la existencia de equilibrio externo (o de un cierto nivel de desequilibrio, supuestamente compatible con los objetivos de política económica internos) constituye uno de los ob-

Jetivos de las autoridades económicas, éstas deberán actuar para corregirlo, para lo cual podrá seguir distintas vías, bien separadamente o de forma combinada:

1) Financiar el desequilibrio mediante la modificación del nivel de reservas internacionales, manteniendo el tipo de cambio.

El problema que se presenta en este caso es el de los efectos sobre la base monetaria, en el caso de un superavit compensado con la entrada de reservas, y el mucho más grave de la disponibilidad finita de dichas reservas, en el caso de un déficit que deba ser financiado con la salida de las mismas.

2) Variar el tipo de cambio, dejando que fluctue libremente atendiendo a las tensiones del mercado (si el sistema de tipos de cambio es flexible), es decir, dejando que la moneda se aprecie o deprecie respecto a las demás; o procediendo a la variación de la paridad de la moneda (si el sistema de tipos de cambio es fijo), lo que significa que la autoridad monetaria deberá proceder a revaluar o devaluar su moneda. Sin embargo, este sistema, como veremos al analizar los efectos de una variación en el valor relativo de las monedas presenta también inconvenientes respecto a su efectividad.

3) Adoptar medidas de política económica que eliminen los factores internos que propician el desequilibrio externo. Lo que significará que deberán ser alterados algunos de los objetivos internos que se plantearon inicialmente, sin considerar la existencia de este desequilibrio externo, al no haber sido previsto el mismo.

4) Practicar controles directos sobre las transacciones internacionales, que muy frecuentemente tienen efectos más negativos que los del propio desequilibrio externo, y llevan a adoptar posteriormente medidas más intensas que las que inicialmente hubieran podido ser necesarias.

Financiación del desequilibrio externo

Como indica claramente Luis Angel ROJO (77), cuando un país presenta un desequilibrio externo, es decir, de su balanza de pagos, y se desenvuelve en un sistema de tipos de cambio fijos, en el que no puede alterar a su voluntad el tipo de paridad externa de su moneda, se verá obligado en primer lugar a financiar dicho desequilibrio alterando su nivel de reservas internacionales. Es decir, ante un déficit de balanza de pagos deberá reducir el volumen de reservas internacionales que mantiene, y ante un superavit, incrementarlo (o realizar, si le es posible, operaciones compensatorias de capital).

La existencia de desequilibrios coyunturales de la balanza de pagos es, por tanto, una de las razones por las que es necesario mantener un nivel de reservas internacionales adecuado (compatible con una asignación eficiente de los recursos de la economía), evitando así la adopción de medidas de corrección de los desequilibrios externos que afectan negativamente al logro de otros objetivos. La simple variación de reservas internacionales, con independencia de su carácter compensador, va a provocar, por su efecto directo sobre la base monetaria del país, efectos correctores sobre la demanda efectiva, expansivo si se ven incrementadas (al aumentar la base monetaria, y con ello la oferta monetaria, y reducirse el tipo de interés), o contracti-

vo, en el caso opuesto.

Sin embargo, la financiación de los desequilibrios externos mediante variaciones de los niveles de reservas (o a través de operaciones compensatorias de capital, en caso de tratarse de desequilibrios por cuenta corriente) sólo puede ser practicada durante un periodo limitado de tiempo. Si existe un déficit perdurable, su financiación a través de disminuir el nivel de reservas internacionales choca rápidamente con el hecho de que las mismas no son infinitas. Si, por el contrario, el país presenta un superavit de balanza de pagos y procede a financiarlo mediante la acumulación de divisas, si bien su posición es más cómoda que la anterior, sus efectos sobre las variables internas de su economía (tensiones inflacionarias, principalmente, con los efectos negativos que las mismas tienen a medio y largo plazo), la hacen desaconsejable.

El profesor Rojo (78) nos recuerda que, si el desequilibrio es persistente, y su financiación mediante la modificación del nivel de reservas internacionales no es suficiente, las autoridades económicas se verán obligadas a corregirlo actuando sobre la demanda (absorción) de la economía, bien sobre su nivel, o bien sobre su composición (mediante una desviación de la demanda que provoque una reasignación de recursos por la que se logre sustituir las importaciones por bienes de producción nacional) a través de tres tipos de actuaciones:

- La modificación del tipo de cambio de paridad.
- La puesta en marcha de políticas comerciales.
- La actuación directa sobre los movimientos autónomos de capital.

En los puntos siguientes trataré de analizar estas actuaciones de la autoridad económica.

Modificación del tipo de cambio: Efectos de una devaluación

Siguiendo nuevamente al profesor Rojo (79), hemos de tener en cuenta que un sistema de tipos de cambio fluctuantes tiende a otorgar un cierto grado de protección a la economía frente a las fluctuaciones de la demanda del resto del mundo, ya que permite actuar sobre el grado de competitividad de los precios de los productos exportados, pero la hace más sensible respecto de las fluctuaciones de su propia demanda interna.

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, podemos ver brevemente como a través de las variaciones en el tipo de cambio de la moneda podemos actuar para corregir el desequilibrio externo de la economía. Para ello voy a suponer que existe un déficit en la balanza de pagos del país considerado y que las autoridades económicas deciden devaluar el tipo de cambio para hacer más atractivos los productos exportados y menos atractivos las importaciones. Posteriormente, analizaré los efectos nocivos de mantener sobrevaluada la moneda para hacer ver así que el valor del tipo de cambio debe ser acorde al propio desarrollo interno de la economía, ya que es un mero valor relativo que refleja, comparándolos con las circunstancias de los demás países, el funcionamiento de la propia economía y los grados de eficacia y eficiencia en la utilización de los recursos.

La efectividad de una devaluación, es decir, el grado en el que un aumento del tipo de cambio afecta al logro del equilibrio externo, puede contemplarse desde distintos puntos de vis-

ta, en función de las variables que se consideren como determinantes dentro de la economía. Así el enfoque monetarista, que mantiene que el desequilibrio externo es un reflejo de la existencia en la economía de desequilibrios entre la oferta y la demanda de dinero, considera que un desequilibrio externo es forzosamente transitorio (ya que se producirán variaciones en los tipos de interés que alcanzarán nuevamente el equilibrio monetario), por lo que las medidas de política económica para corregirlos son, en general, innecesarias y, en algunos casos, por los efectos que tienen sobre las variables reales, contraproducentes. Frente a esta opinión podemos aducir la mantenida por Jan TINBERGEN (80) que considera que, en lo relativo a los problemas de balanza de pagos, el ajuste de las tasas de cambio constituye un medio eficaz (el autor, concretamente, lo considera más eficaz que el ajuste de los salarios).

Para poder analizar cuales pueden ser, en términos generales, los principales efectos de una devaluación podemos utilizar tres enfoques que nos darán una visión amplia sobre la bondad, o no, de estas actuaciones. En todo caso, no se tiene en cuenta la actuación de los demás países ante la política de devaluaciones competitivas (que tuvo su principal manifestación en el periodo que siguió a la Gran Depresión, una vez abandonado el sistema de patrón lingotes-oro, con la formación de las áreas de influencia, o bloques, del dólar, la libra esterlina y el franco francés (o el oro, en el que se respaldaba éste último), y el proceso de desestabilización de los cambios a nivel internacional que se desarrolló, y que tuvo su fin con el denominado Acuerdo Tripartito sobre tipos de cambio). Los mencionados enfoques son:

* El enfoque elasticidades, también denominado enfoque vía-precios, que está basado en la denominada "condición Marshall-Lerner", cuyo cumplimiento garantizaría que una devaluación reducirá el déficit de la balanza comercial.

* El enfoque del multiplicador (keynesiano), o enfoque vía-renta, que atiende a las modificaciones que las operaciones externas tienen sobre las variables reales de la economía.

* El enfoque absorción, o gasto, que hace referencia a desequilibrios que tienen su origen en la diferencia entre los niveles de ingreso y gasto (deseado) de la economía.

Con la excepción del primero, que es un modelo de equilibrio parcial, los otros dos son modelos de equilibrio general, que tratan de considerar la totalidad de los efectos del mercado exterior sobre la economía doméstica. A estos tres podemos unir otros dos modelos de equilibrio general que completan algunos aspectos recogidos en los tres que vamos a exponer, y que serían:

* El enfoque Meade-Tinbergen, basado en la denominada "Regla de Tinbergen", que está orientado a determinar la política a adoptar ante situaciones de desequilibrio y que concluye que una devaluación mejora la balanza comercial y aumenta el nivel de ingreso nacional y el empleo siempre que se utilicen otros instrumentos (políticas fiscal, financiera, de rentas, etc.) que mantengan el nivel de equilibrio interno existente, ya que todo desequilibrio interno que se produzca va a provocar nuevos desequilibrios externos, haciendo poco eficaz la devaluación.

luación.

* El enfoque monetarista, que determina que los distintos desequilibrios en la balanza de pagos son simplemente un reflejo de desequilibrios en los "stocks" de dinero que provocan diferencias entre la oferta y la demanda de activos líquidos, por lo que estos desequilibrios, en condiciones de libre competencia y plena movilidad de factores (y de capitales, en particular) son transitorios, de forma que las medidas de política económica para corregirlos son, en general, innecesarias y pueden ser contraproducentes al introducir nuevos factores de desequilibrio en la economía.

El enfoque elasticidades

El ajuste parcial que contempla el enfoque reflejado en la Teoría de Marshall-Lerner, basado en el estudio de las elasticidades de las curvas de demanda de importaciones y de oferta de exportaciones de una economía (o conjunto de economías), que se infieren de las "escaseces" y "abundancias", respectivamente, que proporcionan sus curvas de oferta y demanda domésticas. Dichas curvas de demanda de importaciones y de oferta de exportaciones se traducen en otras dos curvas (al considerar el pago de las mismas), la curva de demanda de divisas y la curva de oferta de divisas.

Obviamente, para poder determinar cualquier equilibrio deberemos expresar todos los precios en términos de una misma moneda. Podemos mantener el supuesto de que el país mantiene un sistema de tipos de cambio fijo, pero ajustable al poder variar la paridad las autoridades económicas si lo consideran necesario.

Con todo ello, trataremos de determinar si una devaluación de la moneda de un país reducirá el déficit de balanza de pagos, que suponemos que existe en el mismo. Es decir, intentaremos ver los efectos de las variaciones en el tipo de cambio, y en particular los de una devaluación (al ser esta una medida cambiaría a la que muchos países se ven "forzados", frente a las "revaluaciones" a las que muchos países se "quisieran ver forzados" y que sólo algunos países, como Alemania, rehuyen de forma clara, por motivos socio-psicológicos, en ambos casos).

Una devaluación del tipo de cambio provocará un aumento en las exportaciones de bienes y servicios, al mismo tiempo que hará descender sus importaciones, ante el abaratamiento relativo de los productos nacionales en el exterior, y el encarecimiento relativo de los productos internacionales en el interior, si bien este efecto inicial se verá compensado (o reforzado) por otros efectos inducidos, que ya se han considerado anteriormente, y que se van a traducir, generalmente, en una elevación en los tipos de interés y de los precios nacionales, como consecuencia de la expansión de la actividad nacional provocada por la medida de carácter cambiario. Siguiendo a Luis Angel ROJO (81), los efectos que podemos esperar de una devaluación serían:

- El incremento de los precios de los bienes de producción nacional, que si es menor -en porcentaje- que la depreciación realizada (disminuyendo la relación real de intercambio), provocará un incremento de los ingresos, en divisas, derivados de las exportaciones.

- La reducción de los pagos, en divisas, como conse-

cuencia de las importaciones, que generalmente se producirá siempre que predominen los efectos directos (via precios), que influyen en el volumen de importaciones (y que se traducen en un empeoramiento de la relación real de intercambio), respecto a los efectos indirectos inducidos por la renta disponible del periodo, los tipos de interés y el nivel de riqueza existente.

La renta disponible para el consumo tenderá a aumentar debido al estímulo inducido en el nivel de ingreso, provocado por el aumento de las exportaciones, pero se verá deprimida por el incremento de precios internos; los tipos de interés, que generalmente van a elevarse como consecuencia de la devaluación, no tendrían unos efectos relevantes sobre las importaciones, en opinión del profesor Rojo, que yo comparto, al no ser importante el efecto riqueza que de dicha variación pudiera provocar, por lo que tampoco aportan nada al análisis realizado; por último, la riqueza total neta mantenida por las economías domésticas tampoco experimentaría variaciones sustantivas capaces de afectar significativamente al volumen de importaciones y, por tanto, a los pagos derivados de las mismas.

- El efecto sobre la balanza de pagos total dependerá de la incidencia que la devaluación tenga sobre la relación real de intercambio, así como de los valores de las elasticidades de exportación e importación. Un empeoramiento de dicha relación real de intercambio unido a unos valores de las elasticidades-precio de exportación e importación suficientemente elevados (por encima de unos valores, difícilmente determinables, a partir de los cua-

les los efectos directos de precios van a predominar sobre los efectos renta), derivarán en una mejora del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente, a la cual se sumará un efecto favorable sobre el saldo de los movimientos autónomos de capitales (inducidos por el deterioro de la relación real de intercambio), consiguiéndose así una mejora en el saldo de la balanza de pagos total.

Este efecto positivo no se producirá en condiciones de inflación tales que generen aumentos porcentuales de precios superiores al porcentaje de depreciación del tipo de cambio, ya que en este caso la relación real de intercambio mejorará, con lo que la devaluación agudizará aún más las tendencias negativas que el proceso inflacionario tiene sobre el saldo de la balanza de pagos.

El **Teorema o Condición Marshall-Lerner** determina que, en una situación de equilibrio en la balanza por cuenta corriente (meramente causal, por tanto), bastará que la suma de los valores absolutos de las elasticidades-precio de la demanda extranjera de exportaciones y de la demanda interna de importaciones sea superior a la unidad para que se logre la estabilidad en el equilibrio del cambio. Esta condición unida al deterioro de la relación real de intercambio garantizaría que una devaluación conduciría a una mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente.

Sin embargo, el mencionado teorema no contempla más que los efectos sobre el saldo de la balanza comercial y, lo que es más importante, no indica cuales deberían ser los valores de cada elasticidad. Como bien indica el profesor Rojo, ni aún en un

modelo simple es fácil expresar mediante una relación sencilla la condición para que una depreciación del tipo de cambio de lugar a una mejora del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente y, dado que los efectos de renta operan en sentido opuesto que los efectos directos de precios, no basta con una expresión en términos de elasticidades.

El enfoque del multiplicador

Tras el análisis parcial del Teorema Marshall-Lerner, el enfoque del multiplicador introduce un factor determinante a la hora de establecer si una devaluación tendrá, o no, efectos positivos sobre el saldo de la balanza de pagos. Según este enfoque el efecto final estará en función de que se produzca, o no, el efecto multiplicador adverso sobre la renta, que se presenta cuando el aumento de la renta, generado inicialmente por la devaluación (junto a una disminución del empleo, al incrementarse las exportaciones y caer las importaciones), se canaliza hacia la demanda, y provoca un aumento en las importaciones que destruye el efecto inicial e impide que se logre el objetivo que se deseaba. Este efecto adverso podrá ser parcial o total, en función de que el incremento inducido en las importaciones sea menor o mayor que la caída experimentada por esas importaciones por el efecto inicial de la devaluación.

La condición para que el efecto multiplicador adverso no sea total, o no se produzca, es que la propensión marginal al ahorro de la economía sea positiva, de forma que una parte del aumento experimentado en el nivel de renta disponible no sea canalizado hacia el consumo y, por tanto, no presione sobre el volumen de importaciones. Dado que el ahorro total de la econo-

mía vendrá dado tanto por el nivel de ahorro interno como por el saldo de la balanza por cuenta de capital, un valor positivo de la propensión marginal al ahorro irá referido no sólo a la inexistencia de desahorro interno sino también a un comportamiento ahorrador respecto al exterior.

El enfoque absorción

En este tercer enfoque se pone el énfasis en la diferencia entre los niveles de gasto e ingresos deseados en la economía, es decir, entre la absorción de bienes y recursos existente y la renta que permite dicho gasto, y todo ello se traduce en los niveles de importación y exportación que el país tiene que mantener para poder lograrlo.

Si los niveles planeados de gasto se lograsen de forma exacta (lo que es prácticamente imposible), los desequilibrios que se produzcan se deberían únicamente a cambios no planeados en las carteras o inventarios, pero será mucho más frecuente que los consumidores tengan unas preferencias que difieran del nivel deseado de ingreso (y producción), siendo esta diferencia la que da lugar al desequilibrio en la balanza de pagos, es decir, la diferencia entre la absorción deseada y la efectiva.

Una vez que se tiene en cuenta la posibilidad de la diferencia entre el ingreso nacional (que va a posibilitar una absorción efectiva) y la absorción deseada el desequilibrio en el mercado de cambio, por este motivo, viene dado por el exceso de un nivel sobre otro, de forma que aunque todos los mercados restantes estuviesen en equilibrio no lo estaría el mercado de cambios, como bien indica Chacholiades (82). Así, cualquier medida dirigida a lograr el equilibrio de la balanza de pagos

provocaría un desequilibrio en alguno de los otros mercados, que lógicamente deberá ser compensada mediante la aplicación de otra medida de política económica diferente, con lo que se inicia de nuevo todo el análisis entre la compatibilidad entre los equilibrios interno y externo. Una de las medidas que podría utilizarse para lograr de nuevo el equilibrio externo sería la actuación sobre el tipo de cambio, si bien la misma no es suficiente, por sí sola, para lograr corregir un desequilibrio fundamental de la balanza de pagos, por lo que será necesario llevar a cabo otras medidas dirigidas a alterar la composición del gasto y modificar el nivel competitivo de la economía, en la dirección que en cada caso sea precisa.

La devaluación, al traducirse en un menor valor de la moneda nacional respecto a las demás monedas, equivale a una reducción del ingreso real del país que la efectúa (al deteriorar sus términos de intercambio), y estos efectos directos sobre el ingreso, que hemos supuesto que es uno de los factores generadores del desequilibrio, inducen alteraciones en la propia absorción de la economía. Pero además, la devaluación tiene por sí misma efectos directos sobre esa absorción que vienen a sumarse a los anteriores y que, en no pocas ocasiones, determinan el éxito o fracaso de la medida.

Los efectos directos sobre el ingreso se concretan principalmente en el incentivo a la producción que se deriva de los mayores precios relativos en el exterior, que se materializa en la utilización de recursos ociosos hasta ese momento, o en la reasignación más eficiente de los mismos. Todo ello se traducirá en un aumento de la producción, y con ello en unos mayores ingresos. Sin embargo, al producirse un deterioro de la rela-

ción real de intercambio, y deber exportar más para obtener un mismo nivel de ingresos del exterior, cualquier factor que se traduzca en una imposibilidad de incrementar la producción lo suficiente para salvar esa diferencia entre lo obtenido por las exportaciones antes de la devaluación y lo que proporcionan después provocará una caída de ese ingreso, con lo que la devaluación, no sólo no aumentaría los ingresos en la cantidad necesaria para compensar un exceso de demanda sino que empeoraría la situación. Sin embargo, las situaciones en que dicha producción tiene un carácter de "máximo" generalmente serían aquellas en las que la economía está en una situación de plena ocupación de los factores, o bien existe una escasez física de alguno de esos factores, que constituyen en sí mismos problemas cuya solución requiere la adopción de medidas de política económica para corregirlos.

Los efectos inducidos por el nuevo nivel de ingresos en el gasto dependerán, lógicamente, del signo que haya adoptado la primera. Si suponemos que el ingreso de la economía aumenta, que era lo que se deseaba cuando se adoptó la medida, y que la propensión marginal al consumo de la misma está dentro de los niveles normales (es decir, que no existe desahorro), el incremento de ese ingreso se traducirá en un aumento de la demanda, pero éste será menor que aquel, lo que contribuirá a que se reduzca la diferencia que generaba el desequilibrio de la balanza de pagos, siempre que la parte ahorrada no sea totalmente invertida, o no lo sea en activos externos que mermen el ingreso neto obtenido del exterior.

Los efectos directos de la devaluación sobre la absorción se originan por la modificación que experimentan los precios de

los bienes y los activos en relación con la situación inicial, y que se traducen en una subida de los mismos. Como ya se ha indicado, la devaluación de una moneda equivale, en un primer momento, a una reducción de ingreso real que se va a traducir rápidamente en un intento por parte de los distintos agentes económicos de trasladar ese efecto adverso a otros agentes y evitar así verse afectado por la misma. Así, una fuerte oposición de los trabajadores se traducirá en aumento de los salarios monetarios, y esto en un incremento de los costos de producción, y con ello el precio de los productos nacionales, exportables o no (lo que compensará el efecto adverso del deterioro de la relación real de intercambio), generándose un proceso inflacionario, que tenderá a compensarse (si no se incrementa la oferta monetaria, ni se adaptan los tipos impositivos) por un incremento de los tipos de interés y los impuestos reales, disminuyendo la renta disponible, y con ello la demanda de la economía, lo que permite reducir la brecha entre ingreso y absorción.

Sin embargo, hay que tener muy en cuenta que lograr el deseado efecto de reducir la diferencia entre la renta y el gasto se enfrenta a muy diferentes problemas que pueden hacer de la devaluación una medida totalmente ineficaz. Así, de producirse una expansión en la liquidez del sistema, que reducirá el tipo de interés, e inducirá una salida de capital hacia otros mercados más atractivos, inicialmente aumentará la producción y se intensificará la utilización de los factores productivos como consecuencia de la, relativamente, más atractiva demanda externa), pero el encarecimiento de las importaciones y la indicada salida de capitales se traducirán, en un momento posterior, en

un incremento de precios (por los mayores costes) superior al que hubiese sido deseable, sin que por otra parte se haya generado el efecto positivo sobre la inversión que la devaluación precisaba para tener unos efectos positivos, con lo que los mayores precios se traducen en una pérdida de competitividad que se materializa en una caída del nivel de exportaciones, y con ello en una disminución de los ingresos y del empleo, de forma que el problema vuelve a presentarse, haciendo una nueva devaluación tan necesaria o más que al principio.

Resulta claro, por tanto, que no es fácil determinar cual será el efecto último de una modificación del tipo de cambio, y tan sólo se puede observar que su éxito podrá ser mayor cuanto mayor sea el volumen de recursos desempleados que exista, y menor la presión de demanda que tenga que soportar la economía en el momento de aplicarla, así como mayor el deterioro de la relación real de intercambio que se induzca finalmente (lo que se relaciona muy directamente con la posibilidad de lograr tan sólo el incremento de precios "deseable").

Efectos de una sobrevaloración de la moneda

Pero si una devaluación tiene, o puede tener, efectos nocivos sobre la economía, el mantener la moneda por encima de los valores que se corresponden con su situación económica es también contraproducente, ya que introduce elementos distorsionantes en el funcionamiento de las distintas variables y los diferentes agentes que se traducen en problemas que obligan a adoptar políticas correctoras.

Un país que tenga su moneda sobrevalorada será menos competitivo respecto a los demás países, por lo que su nivel de ex-

portaciones será menor que el que existiría si su tipo de cambio respondiese a su situación real. Asimismo, las importaciones le resultarán relativamente más baratas (si se valoran en moneda nacional), lo que provocará un aumento de la demanda de las mismas, y con ello la demanda de bienes nacionales puede verse también perjudicada, traduciéndose todo ello en una menor producción y una caída en el empleo. La salida de divisas para adquirir esos productos importados debe ser compensada con una mayor entrada de capitales, para lo cual los tipos de interés deben incrementarse, y esto tiende a deprimir aún más la economía, alejándola todavía más de la situación que correspondería al tipo de cambio que mantiene. Cualquier intento de expandir la economía se traducirá en tensiones sobre el tipo de cambio, y si se desea que éste permanezca sobrevalorado no queda otra opción que intervenir para que la demanda se reduzca. El tiempo que pueda mantenerse esta política de sobrevaloración de la moneda depende únicamente de la fortaleza que la economía haya presentado en el pasado y de la confianza que, como consecuencia de ese pasado, los distintos agentes tengan en ella, ya que la desconfianza de los mismos sobre la posibilidad de que pueda mantenerse el tipo de cambio a los niveles deseados se hará tarde o temprano lo demasiado fuerte como para obligar a que se inviertan los movimientos, forzando así la caída (o tal vez desmoronamiento) de la moneda.

La combinación en el tiempo de políticas restrictivas y de políticas expansivas a la que obliga la sobrevaloración de la moneda, se ha denominado la política del "stop and go" por el hecho de que dicho problema tuviese su mejor ejemplo en la decisión del gobierno de Winston Churchill en mantener sobrevalo-

rada la libra esterlina tras la finalización de la Primera Guerra Mundial, lo que obligó al Reino Unido a constantes cambios de política hasta que en 1.931 abandonó el sistema de patrón de cambios "lingote-oro" y devaluó la moneda. El siguiente ejemplo de sobrevaloración importante es el del propio dólar dentro del sistema de Bretton Woods, pero aquí la moneda norteamericana, como bien indica el profesor Samuelson (83), no tenía nada con respecto a lo cual pudiera devaluarse (ya que el oro sólo era una variable de referencia sin un uso real), por lo que todo el sistema se derrumbó.

A la vista de lo anterior puede afirmarse que las políticas cambiarias dirigidas a modificar la paridad del tipo de cambio no aportan garantías sobre los efectos deseados para alcanzar el doble equilibrio interno y externo, y nuevamente deberemos defender la utilización de combinaciones de políticas económicas dirigidas a diferentes objetivos para lograr los resultados apetecidos. Cuales deban ser esas políticas dependerá de la situación de partida y de las estructuras económicas de los países que desean adoptarlas, tanto a nivel interno como en sus relaciones y dependencias con el resto del mundo. Igualmente, en cualquiera de los casos, la decisión que se adopte estará condicionada por los costes no sólo económicos sino también sociales que se quiera, o acepte, soportar y la forma y el momento en que se desee soportarlos, sin que se deba olvidar que, en la mayoría de las ocasiones, si un problema necesita una determinada solución el retrasarla puede significar tener que adoptarla finalmente, pero en peores condiciones y con un coste aún mayor que aquel que inicialmente se deseaba evitar.

Teniendo presente esta consideración, en el próximo capítu-

lo trataré de combinar los tres aspectos que hasta ahora se han analizado: diferenciales de inflación, tasas de interés y tipos de cambio.

Políticas comerciales

Como ya se ha indicado, junto a la modificación del tipo de cambio de paridad, un país que presente un desequilibrio externo puede recurrir para corregirlo a otras medidas alternativas, como son la utilización por parte de las autoridades económicas de políticas comerciales dirigidas a alterar de forma artificial las relaciones que mantiene con terceros países, (o bien la intervención directa en los mercados internacionales para atajar el desequilibrio a través del control de los movimientos autónomos de capital, como veremos a continuación).

Las políticas cambiarias suponen, cualquiera que sea el mecanismo utilizado para llevarlas a cabo, un intento de subvencionar, o gravar, alguna de las operaciones (globales o parciales) que el país considerado realiza con el resto del mundo, al establecer, bien controles sobre dichas operaciones, afectando a su cantidad (mediante la imposición de contingentes, o cualquier tipo de medida administrativa dirigida a restringir alguna operación comercial, como pueden ser las licencias previas a las importaciones y exportaciones), o bien valores de sus precios diferentes a los que se obtendrían en el caso de realizarse las operaciones en plena libertad de movimientos de bienes, servicios (como puede ser la imposición de aranceles y subvenciones, o gravámenes, directos sobre los precios de las importaciones y las exportaciones), y están dirigidas a lograr una desviación en la demanda con la que corregir el desequilibrio

de la balanza de pagos, resultando incompatibles con el sistema de libertad de movimiento de bienes y servicios que se considera deseable en nuestro análisis (sin entrar a analizar la dificultad de mantenerlos en el tiempo, así como el grado de protección efectiva que proporcionan al sector, o sectores, que se desea proteger). Pero, además, introducen en la economía una alteración en las posiciones relativas tanto entre los agentes que participan en los mercados, los países del sistema económico, y los diferentes bienes y servicios que constituyen el objeto de las transacciones comerciales, que llevan a una asignación ineficiente de los recursos, y una pérdida de eficiencia en su utilización, que vendrá a agudizar la situación que dio lugar a la imposición de tales controles (de mantenerse el supuesto de que la actividad del país se desarrolla en un contexto internacional en el que existe un alto grado de libertad de movimiento de bienes y servicios, ya que esta pérdida de eficiencia podría no producirse si los demás países con los que comercia están adoptando medidas proteccionistas similares).

Actuación directa en los mercados

A las dos posibilidades anteriores de intentar corregir un desequilibrio de balanza de pagos que, por su persistencia, no puede ser tan solo financiado, las autoridades económicas pueden recurrir a actuaciones directas en los mercados de capitales, tanto mediante operaciones "al contado" o "a plazo", dirigidas a controlar, o alterar, los movimientos autónomos de capitales (no derivados, por tanto, de la posición de la balanza de pagos).

Estas operaciones suponen un intento de corregir un dese-

quillibrio exterior actuando en el mercado de capitales, para no provocar distorsiones adicionales en el campo real de la economía. Sin embargo, para lograr tal efecto será necesario que los efectos en los tipos de interés, que constituyen el principal eslabón de enlace entre ambos ámbitos económicos, monetario y real, no se vea afectado de forma relevante, y que la alteración del mismo no provoque movimientos de capitales no deseados, o de carácter especulativo (por encima de unos niveles que se consideren aceptables, pero que resulta muy difícil de establecer, ya que toda actuación en algún mercado tiene como efecto la realización de dichas operaciones especulativas, de uno u otro signo). En cualquier caso, estas medidas tendrán por efecto, bien alterar el tipo de interés, o bien modificar los flujos, o los fondos, de capitales en la economía, alterando la situación inicial, siendo difícil de asegurar su mantenimiento en el tiempo (por ejemplo, por los factores psicológicos que se manifiestan en el campo monetario con especial crudeza). Tales medidas sólo resultarán útiles, o recomendables, si logran modificar, en un plazo relativamente breve, las causas de carácter real que provocaron el desequilibrio exterior.

En definitiva, difícilmente cualquiera de las dos alternativas consideradas en último lugar pueden servir para corregir un desequilibrio fundamental de balanza de pagos, si bien su utilización para reducir los efectos de distorsiones coyunturales sí puede ser beneficiosa, de llevarse con la prudencia necesaria para no introducir en los mercados distorsiones cuyos efectos pueden ser más importantes que los que se quieren evitar, y que pudieran obligar a mantener esas actuaciones más tiempo del necesario, o con una mayor intensidad de la inicial-

mente prevista.

Como en el caso de la devaluación, estas actuaciones tampoco van a garantizar el logro de los objetivos previstos (el problema de la protección efectiva de los aranceles, por ejemplo, deja claro que su articulación no siempre lleva a alcanzar la deseada reactivación de los sectores que se desean proteger; la actuación directa en los mercados internacionales puede verse más que compensada por reacciones similares de los demás países, que agudicen aún más el problema y generen una "guerra" que aumente la situación de desequilibrio que se deseaba corregir). Si a todo ello sumamos el hecho de que sus efectos pueden agotarse en el tiempo de forma rápida, vemos que tampoco son el instrumento "panacea" que nos gustaría encontrar.

Por todo ello, la única forma de corregir de forma definitiva los desequilibrios externos (y los internos), será lograr un crecimiento equilibrado, compatible con una tasa de inflación aceptable -en función, entre otros aspectos, de la tasa de inflación media mundial, y en particular de la de los países que mantienen relaciones más intensas con el país considerado, dentro todo ello de un esquema de mercados competitivos, agentes dinámicos, y estructuras dirigidas a facilitar el desarrollo económico deseado. Lograr todo ello, y mantenerlo en el tiempo, es la labor de los políticos. Indicar la forma que puede lograrse, con el menor coste social posible, constituye el deseo y el deber de los economistas. Y ninguna de las dos tareas tiene una versión única respecto a como realizarlas.

CAPITULO CUARTO

INTERRELACION ENTRE LA TASA DE INFLACION.

Y LOS TIPOS DE INTERES Y DE CAMBIO.

Visión conjunta de la tasa de inflación, el tipo de interés y el tipo de cambio.

En los tres capítulos anteriores hemos visto de forma individual cual era la importancia que la tasa de inflación, y en particular su valor diferencial, de los tipos de interés y de los tipos de cambio en el funcionamiento de una economía, y como podían constituir tanto un instrumento como un objetivo de la política económica. Así, si bien obtener una determinada tasa de inflación ha sido por lo general uno de los objetivos de la política económica, al constituir la estabilidad de los precios un factor deseable para alcanzar de forma más fácil y segura otros objetivos, no es menos cierto que en determinados momentos los precios, y en concreto su variación, han servido como instrumento para lograr otros objetivos más deseables (recordemos simplemente el caso de la economía de los Estados Unidos tras la Depresión de 1.929, y las medidas que se adoptaron para estimular la inversión y el crecimiento de la economía mediante la elevación de los precios). Por lo que se refiere al tipo de interés, cuando combatir un proceso inflacionario resulta primordial, es básica su utilización como medio para res-

tringir el crédito (como alternativa a una intervención directa en los mercados de capitales afectando al volumen de crédito), debido a la relación, más o menos directa y efectiva, entre la oferta monetaria y los precios. Sin embargo, los mismos tipos de interés constituyen un objetivo cuando lo que se precisa es expansionar la demanda, y en particular la inversión. Por último, los tipos de cambio constituyen un instrumento primordial para alterar la posición de un país respecto al resto del mundo (siempre y cuando los demás países lo permitan) pero no es menos cierto que, en determinadas circunstancias - como puede ser la incorporación a la disciplina de un determinado sistema monetario -, lograr que el mismo se desplace en una determinada dirección, distinta de aquella a la que tiende, constituye un objetivo más de la política económica.

Veíamos en el capítulo anterior como la Teoría de la Paridad de los Tipos de Interés recogía la idea de iguales activos tendían a una igual rentabilidad, en términos reales (siempre suponiendo la estabilidad de los mercados), con lo que el margen "forward" en el tipo de cambio existente entre dos divisas, para un plazo dado, vendrá determinado por la diferencia entre los tipos de interés existente entre los dos mercados financieros, para ese mismo plazo, lográndose alcanzar dicho situación de equilibrio como consecuencia de la existencia de operaciones de arbitraje, que en esas condiciones de estabilidad tienden a reforzarlo, cubriendo sus operaciones financieras mediante actuaciones dirigidas a eliminar el riesgo cambiario, y eliminando los diferenciales entre dichos tipos de interés.

La Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo, bien en su forma absoluta, que hace referencia a la igualdad permanente de

los precios, bien en su forma relativa, que atiende a las variaciones experimentadas por los mismos, presenta al tipo de cambio (en ausencia de costes de transacción) como el regulador de los poderes adquisitivos de los países, siendo dicho tipo de cambio de equilibrio una representación del ratio existente entre los poderes adquisitivos de dos países, medido bien por el cociente entre los precios (para un mismo bien) en ambos países, en su forma absoluta, o bien por el cociente entre los movimientos de los precios, en ambos países, es decir, por el diferencial de inflación existente entre los mismos.

La introducción en el análisis de relaciones multilaterales y la existencia de multiplicidad de activos y bienes, resultando difícil determinar la homogeneidad entre los mismos, muy en particular respecto a estos últimos, unido a la dificultad derivada del problema de la agregación, y aún de la medición, de estas variables, y todo ello en un contexto en el que la estabilidad no constituye más que un objetivo, no permite obtener relaciones univocas entre las tres variables, siendo sólo posible analizar las tendencias de comportamiento derivadas de su interrelación, y el resultado sobre el equilibrio de la economía. Por todo ello vamos a ver en este capítulo la relación, o relaciones, entre estas tres variables, para lo cual comenzaremos completando lo que de forma breve introduje en el capítulo anterior, al considerar la posibilidad de alcanzar, simultáneamente, el equilibrio interno y externo de una economía para, posteriormente, ver como influye la decisión que tomemos respecto a las demás variables en el logro de un determinado objetivo para una de ellas.

Relación entre los equilibrios interno y externo

En el análisis que voy a exponer a continuación estoy suponiendo implícitamente que, con independencia de las diversas características del sistema en que nos movamos, siempre será posible lograr una combinación de políticas que permita obtener, de forma simultánea ambos equilibrios, externo e interno. Suponer esto significa hacer abstracción de los efectos "sociales" de las políticas económicas, lo que me obliga a indicar antes de continuar que, si en algún momento del análisis se llega a la conclusión de que para lograr alguno de los objetivos propuestos hay que abandonar o limitar algún otro de los objetivos que pudieran tener las autoridades económicas, y que no se contemplan aquí, el autor del presente trabajo se limitará a dejar constancia del hecho, ya que la posible "decisión" se basará en juicios de valor que, en lo posible, he intentado dejar a un lado. Lo que se deducirá del análisis es que para lograr estos objetivos prioritarios (por sus efectos multiplicadores en la economía), la decisión más racional desde un punto de vista económico (e incluso socio-económico a largo plazo) es la que se expone. Una vez sentado este punto, vamos a analizar los equilibrios interno y externo de una economía.

Alcanzar el equilibrio interno supone, para nuestro análisis, lograr el pleno empleo sin que existan tensiones inflacionistas, es decir, una situación en que según el esquema keynesiano, se igualarían la demanda agregada y la oferta de pleno empleo. Sin embargo, se hace preciso destacar que, para que el equilibrio que se alcance se mantenga en el tiempo, será necesario que se estén alcanzando de forma simultánea otros objetivos de política económica (crecimiento sostenido, un mayor bie-

nestar social, etc.) que no vamos a considerar, y supondremos que igualmente se alcanzan, sin que dejemos de tener en cuenta que cualquier medida de política económica adoptada nos acercará o alejará del logro de estos otros objetivos.

El equilibrio externo, a su vez, se alcanzará cuando el nivel de pagos realizados en divisas que se deriven de todas las operaciones internacionales se igualen con los cobros que provienen de las mismas.

En resumen, vamos a intentar alcanzar en un mismo instante un determinado nivel de desempleo (que definimos de pleno empleo de los factores, que no es posible reducir), una estabilidad de precios y una igualdad entre las entradas y salidas de divisas. La complicación es que los tres objetivos están relacionados entre sí, y entran en conflicto en la mayoría de las situaciones. Para ello, vamos a utilizar dos esquemas o modelos simples que nos permitan establecer las diferentes situaciones que podemos encontrar:

- En el primero relacionaremos los valores relativos de los precios y el tipo de cambio con la demanda agregada interna, en un contexto de tipos de cambio flexibles.

- En el segundo, utilizando el esquema keynesiano, vamos a relacionar el tipo de interés con la demanda agregada, en un sistema de tipos de cambio fijos. De esta forma comparamos implícitamente la política monetaria, al utilizar una variable representativa de la misma, con la política fiscal, ya que las variaciones en el gasto público inciden de forma directa en la demanda agregada.

Relación de precios, tipo de cambio flexible y demanda agregada

Para el análisis vamos a utilizar un modelo gráfico en el que hemos de considerar los precios internos, o nacionales, los externos, o internacionales, así como el tipo de cambio existente, cuya relación se medirá en el eje de ordenadas, y la demanda agregada interna:

"P" representará los precios internacionales, en divisas.

"p" serán los precios internos, en moneda nacional.

"tc" será el tipo de cambio.

"D" será la demanda agregada interna.

"R" será la relación real de intercambio (RRI), definida por el cociente entre los precios internacionales y los nacionales, medidos en la misma moneda, es decir:

$$R = \frac{P \times tc}{p}$$

Los precios internacionales evolucionan paralelamente a la tasa de inflación de los países extranjeros, es decir, a la tasa de inflación que exista a nivel mundial, mientras que los precios internos, a los cuales se venden las exportaciones del país considerado, evolucionarán paralelamente al nivel general de precios internos, existiendo, por tanto, disparidad de precios entre las exportaciones y las importaciones, ya que res-

ponden a estímulos distintos.

Para determinar fácilmente dichas importaciones y exportaciones podemos establecer unas funciones sencillas:

$$X = x(R) \quad / \quad x' > 0$$

$$M = m(R, Y) \quad / \quad m'_R < 0 ; \quad m'_Y > 0$$

De esta forma hacemos depender las exportaciones directamente de la relación real de intercambio entre los precios nacionales y los internacionales, es decir, cuando esta relación aumenta se incrementará el nivel de exportaciones, ya que el aumento de los precios internacionales respecto a los precios domésticos, o internos, hará más atractiva su venta en el extranjero. Las importaciones por su parte, se definen como función inversa de la relación real de intercambio, por lo que cuando ésta aumente disminuirá el volumen de importaciones, al ser menos atractivos los productos extranjeros, en comparación con los nacionales. Además dichas importaciones estarán determinadas, de forma directa, por el nivel de renta de la economía, con lo que aumentos en la misma dan lugar a incrementos en sus importaciones.

Por lo tanto, las exportaciones del país considerado experimentarán un incremento si aumentan los precios internacionales, o disminuyen los internos, o si se eleva el tipo de cambio, es decir, si se produce una depreciación de la moneda del país analizado (lo que equivale a un abaratamiento de los bienes interiores para el exterior). Por el contrario, las importaciones de un país van a aumentar cuando disminuyen los precios internacionales, o aumentan los nacionales, o se produce

una disminución del tipo de cambio, una revaluación, encareciéndose relativamente los productos internos respecto a los importados. Asimismo, aumentarán las importaciones de un país si aumenta su renta, ya que esto aumentará su capacidad de compra, la cual se repartirá (en función de su propensión a importar) entre bienes domésticos e importaciones.

La recta de equilibrio externo

Una vez que hemos supuesto que el equilibrio externo se produce cuando las importaciones y las exportaciones generan la misma cantidad de pagos e ingresos, medidos en moneda extranjera, podemos establecer una combinación de puntos de en los que dicha condición se cumple. Para ello, vamos a realizar un gráfico en el que los ejes de coordenadas medirán los valores de las variables básicas de las que dependen dichas importaciones y exportaciones. Así, en el eje de ordenadas mediremos la "relación real de intercambio", expresada en términos del nivel de precios, tal como la hemos definido (de la que van a depender tanto las importaciones como las exportaciones); y en el eje de abscisas cuantificaremos los niveles de demanda interna generada por la renta (de la que dependen las importaciones).

La recta de equilibrio externo será el lugar geométrico de las combinaciones de demanda interna y relación de precios nacionales e internacionales (medidos en moneda extranjera), para las que la Balanza por Cuenta Corriente no presenta ni exceso ni defecto de pagos sobre los ingresos.

Vemos que se ha restringido la definición del equilibrio externo a los movimientos derivados de bienes y servicios, lo que supone implícitamente que la movilidad del capital es to-

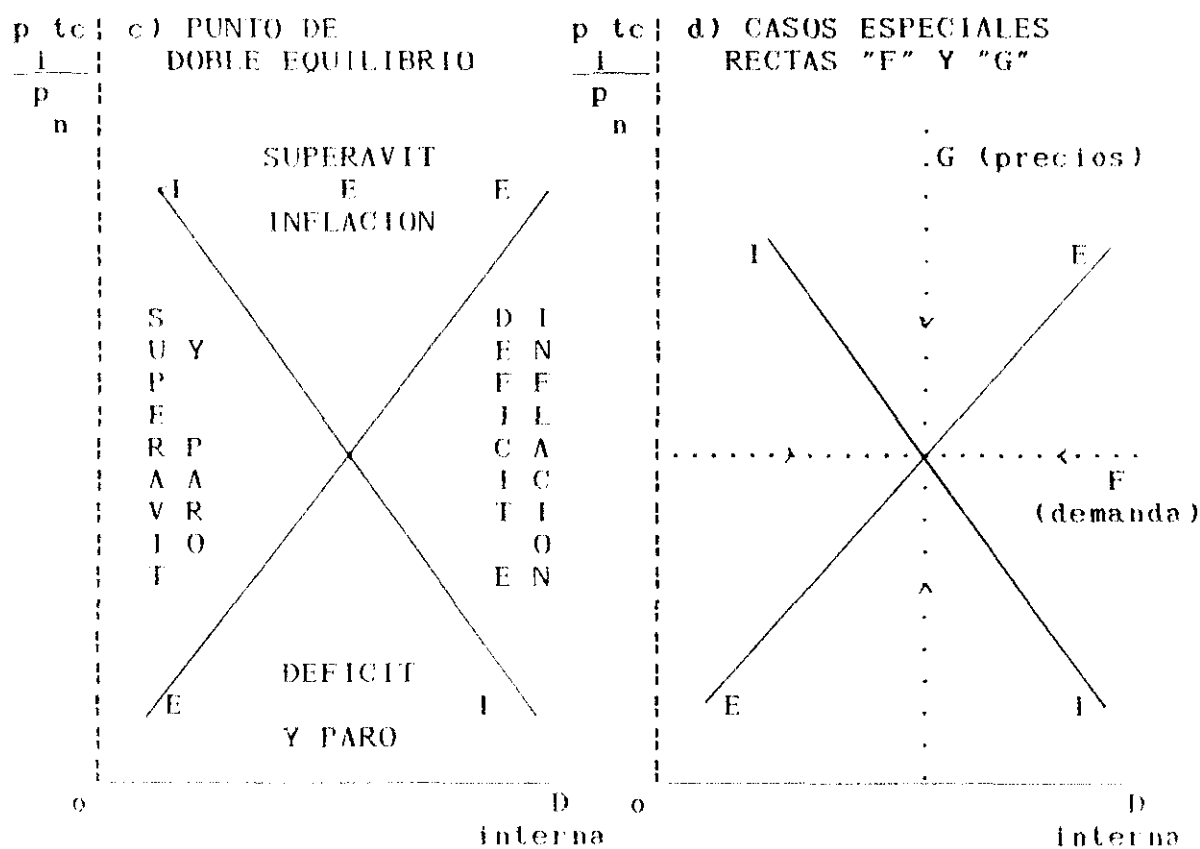
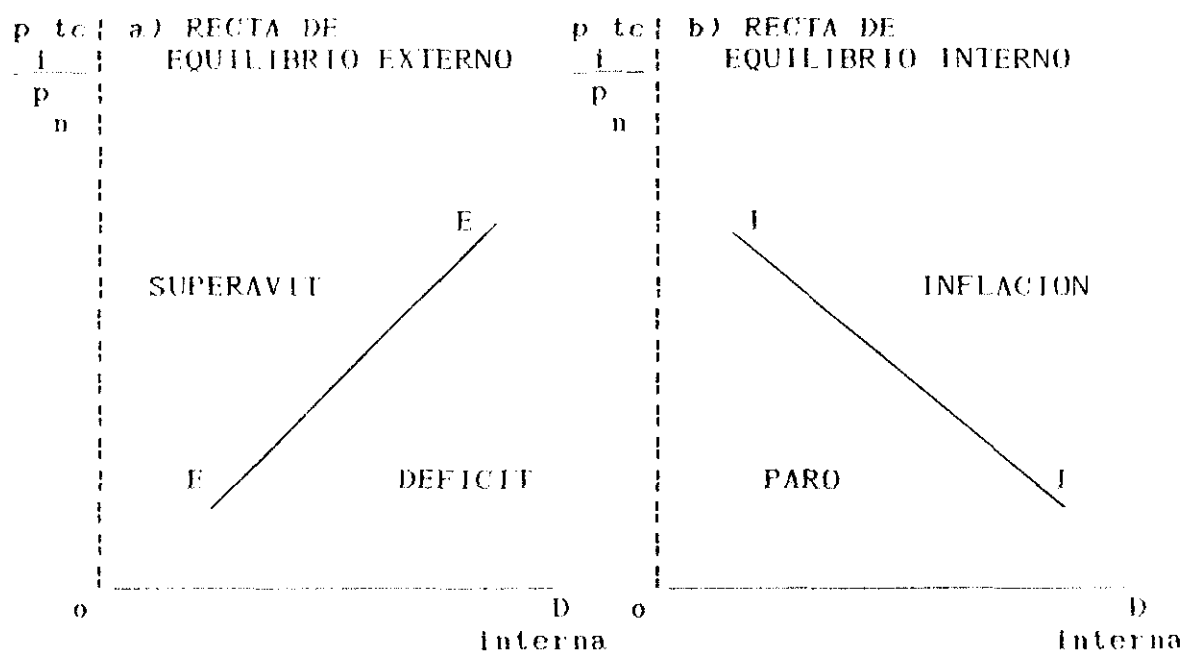
tal, respondiendo de forma automática a las variaciones que se producen en los tipos de interés y compensando simplemente los desequilibrios que se producen en la balanza por cuenta corriente con movimientos de signo contrario en la balanza por cuenta de capital.

La pendiente de la recta de equilibrio externo será positiva ya que mientras que los aumentos en la relación de los precios, bien por que aumenten más los precios exteriores que los interiores, o bien por que aumente el tipo de cambio, van a provocar disminuciones en las importaciones e incrementos en las exportaciones, al resultar relativamente más baratos nuestros productos que los extranjeros; incrementos en la demanda interna dan lugar a mayores importaciones (permaneciendo invariables las exportaciones). Dicho de otra manera, cuanto mayor sea la relación de precios exteriores / precios interiores, más competitivos van a ser nuestros productos en el exterior, y menos competitivos los bienes que nosotros importamos, por lo que las exportaciones tenderán a crecer y las importaciones a reducirse, lo que se traducirá en un superávit por cuenta corriente, con lo que la demanda agregada deberá verse, igualmente, incrementada.

Queda así definida la recta de equilibrio externo (ver gráfico 8 a), de forma que todos los puntos a su izquierda representarán situaciones de las que se deriven superávits en la balanza por cuenta corriente, y los puntos a su derecha, por el contrario, déficits.

GRAFICO 8

EQUILIBRIO EN UN ESQUEMA DE PRECIOS



p_i : precios externos; p_n : precios internos

La recta de equilibrio interno

Hemos definido el equilibrio interno, de una forma muy simplificada, como una aquella situación en la que existe un pleno empleo de los factores productivos y no se generan tensiones inflacionistas, es decir, en la que existe una igualdad entre la demanda agregada y la considerada como oferta de pleno empleo de los factores. Logicamente, dicho equilibrio interno puede obtenerse tanto si el saldo de la balanza por cuenta corriente está equilibrado o no, es decir, si se alcanza el equilibrio externo o este no existe.

La recta de equilibrio interno será el lugar geométrico de las combinaciones de demanda interna y relaciones de precios nacionales e internacionales, éstos últimos medidos en moneda extranjera, para las que la economía no presenta ni desempleo de los factores productivos (definido desde un punto de vista keynesiano), ni tensiones inflacionistas.

La pendiente de la recta de equilibrio interno será negativa ya que, cuanto menor sea la relación entre los precios exteriores y los interiores, menos competitivos van a ser los productos que exportamos, de forma que, si disminuye el volumen de exportaciones, para mantener el pleno empleo de los factores productivos, será necesario que se incremente la demanda agregada interna. En sentido contrario, un incremento de la demanda interna obligará, para mantener el equilibrio interno existente, o bien que aumenten las importaciones, o bien que disminuyan las exportaciones, de forma que no se origine un exceso de demanda sobre la oferta que genere una tensión sobre los precios, haciendo que estos aumenten.

De este modo, todos los puntos situados a la izquierda de

la recta de equilibrio interno representan situaciones en las que no existe una plena utilización de los factores productivos, es decir, existe desempleo. Por el contrario, los puntos situados a la derecha de la recta de equilibrio interno van a representar situaciones en las que la demanda agregada es demasiado alta para la oferta -de pleno empleo- existente, de forma que se generan tensiones inflacionistas en la economía (ver gráfico 8 b).

Ajuste entre equilibrio externo y equilibrio interno

Se alcanzarán simultáneamente los equilibrios externo e interno en aquellas situaciones en las que no exista ni tensiones inflacionistas ni desempleo de los factores productivos y que, además, exista una igualdad entre los gastos y los pagos que se deriven de las operaciones corrientes con el exterior (lo que implica asimismo una igualdad entre los ingresos y los pagos por operaciones de capital, si suponemos que no varían las reservas del país).

Dados los supuestos establecidos, dicha situación sólo se producirá en un punto, aquel en el que se cortan las rectas de equilibrio interno y externo. Fuera de este punto, la economía está en desequilibrio. Si el punto en el que se encuentra está representado sobre la curva de equilibrio interno, existirá únicamente un desequilibrio externo. Si, por el contrario, la economía se sitúa en un punto representado sobre la curva de equilibrio externo, existirá un desequilibrio interno. Pero lo más lógico es que la economía, en ausencia de políticas de carácter discrecional, se desenvuelva entre situaciones que quedan fuera del limitado campo que comprenden las dos rectas de

equilibrio y, con más razón, del punto de doble equilibrio.

Fuera de estos puntos, quedan definidas cuatro zonas en las que existe un doble desequilibrio (ver gráfico 8 c):

* La **zona S-P**, situada a la izquierda de ambas curvas de equilibrio interno y externo, y en la que va a existir **desempleo de los factores productivos (P)** junto a un **superavit de la balanza por cuenta corriente (S)**, al superar los ingresos derivados de operaciones con el extranjero a los pagos por la misma razón.

* La **zona S-I**, situada a la izquierda de la curva de equilibrio externo y a la derecha de la curva de equilibrio interno, en la que existe una tendencia a la **inflación de precios (I)** junto a la situación de **superavit de la balanza por cuenta corriente** contemplada en el punto anterior.

* La **zona D-I**, situada a la derecha de ambas rectas de equilibrio interno y externo, en la que existe de forma simultánea un **déficit por cuenta corriente (D)**, generado por un exceso de los flujos de pagos por operaciones con el exterior sobre los ingresos, junto a la **inflación de precios (I)** derivada de la existencia de un exceso de demanda sobre el volumen de oferta de pleno empleo posible.

* La **zona D-P**, situada a la izquierda de la recta de equilibrio interno y a la derecha de la recta de equilibrio externo, en la que junto a un **déficit por**

cuenta corriente (D) existe un desempleo de los factores productivos (P).

Todas estas posiciones representan un doble desequilibrio, externo e interno, de la economía, lo que haría necesaria la utilización simultánea de dos instrumentos de ajuste para lograr alcanzar el doble objetivo, es decir, se tendría que actuar tanto sobre la relación de precios externos e internos, o el tipo de cambio, para alterar el grado de competitividad exterior de la economía, y sobre la demanda agregada interna, para adaptarla a la oferta de pleno empleo.

Sin embargo, la afirmación anterior no es totalmente cierta ya que, dentro de cada una de las cuatro zonas de desequilibrio, existen situaciones en las que puede encontrarse la economía que permiten alcanzar simultáneamente la estabilidad interna y externa con la utilización de una única política económica. Dichos puntos, que constituyen casos excepcionales, serían aquellos que se encuentren situados sobre las rectas que, paralelas a los ejes de coordenadas, pasen por el punto de doble equilibrio (ver gráfico 8 d).

A lo largo de la **recta F**, paralela al eje de abscisas, va a ser suficiente actuar sobre la demanda interna para lograr alcanzar el doble equilibrio, ya que las medidas expansivas que tomemos para reducir el desempleo, si estamos situados a la izquierda del punto de doble equilibrio, o restrictivas para reducir la inflación, si nos encontramos a su derecha, van a servir, simultáneamente, para eliminar el superavit, al aumentar las importaciones, en el primer caso, y para combatir el déficit, restringiendo dichas importaciones, en el segundo.

A lo largo de la **recta G**, paralela al eje de ordenadas, será suficiente alterar la relación existente entre los precios internacionales y los domésticos, mediante la variación de estos últimos o la modificación del tipo de cambio, para poder alcanzar, también simultáneamente, el deseado doble equilibrio. Si la economía se encuentra situada por encima del punto de equilibrio será suficiente con disminuir relativamente los precios internos para eliminar el superavit, al recibir una menor cantidad de moneda extranjera por la misma cantidad exportada, lo que reducirá igualmente las tensiones inflacionistas, mientras que si se está situado por debajo del punto de doble equilibrio, se deberán incrementar dichos precios internos, con relación a los externos, para obtener así una mayor cantidad de moneda extranjera por cada cantidad que se exporte, lo que asimismo mejoraría el nivel de producción interna al hacer más atractivas las inversiones. Sin embargo, dada la dificultad de lograr mantener los volúmenes de flujo tanto interno como externo ante variaciones reales de los precios, obligaría a utilizar el tipo de cambio para lograr los ajuste, revaluando cuando exista un superavit y devaluando si se sufre un déficit.

No obstante, estas cuatro situaciones no dejan de constituir casos especiales, tan raramente obtenibles como los de un equilibrio, si bien nos permiten tener otros puntos de referencia hacia los que pueden dirigirse las políticas económicas, que nos van a permitir, una vez situados en ellas, utilizar una única variable instrumento para lograr ambos objetivos (aunque nos veremos forzados a tener en cuenta los efectos que las medidas adoptadas tienen sobre el mantenimiento en la situación alcanzada, para evitar así tener que volver de nuevo a necesi-

tar dos instrumentos). En la práctica, estas situaciones son difíciles de delimitar, y si ya en las ocho zonas que ahora obtenemos, existen incertidumbres sobre los instrumentos a utilizar, pese a esos puntos de referencia que hemos supuesto, cuanto más difícil lo es cuando esas referencias no son totalmente determinables, o no existen.

De todo lo anterior podemos deducir que existen distintas combinaciones de política fiscal y de tipo de cambio que nos permiten alcanzar ambos equilibrios, y cuya utilización dependerá tanto del punto de partida en el que esté la economía como de las preferencias de la autoridad económica a la hora de adoptarlas, asumiendo el coste que cada una tiene. Las revaluaciones para reducir los superávits y las devaluaciones para eliminar los déficits, se combinan con las políticas de demanda expansivas o contractivas, según deseemos reducir el desempleo o eliminar la inflación. La combinación de las cuatro hace posible alcanzar el punto en el que ninguno de los cuatro desequilibrios citados se produzca. Sin embargo, los efectos de cada una de ellas no se restringen a las variables citadas y la revaluación puede además reducir el nivel de inflación, y una devaluación, al aumentar las exportaciones, incrementar el empleo. Asimismo, al mantener una política fiscal expansiva para reducir el empleo podemos generar disminuciones de los superávits existentes, y una restrictiva puede eliminar los déficits. El problema es que resulta probable que cuando debamos elaborar una política de tipo de cambio dirigida a eliminar un superávit debamos también aumentar el empleo, y cuando deseemos eliminar la inflación nos encontremos con que existe un déficit en nuestra balanza por cuenta corriente. Naturalmente, el tema se com-

plica con la gran paradoja de la economía del último cuarto del siglo veinte, el fenómeno de la estanflación.

Lo que se debe tener muy en cuenta es que existen distintas medidas o instrumentos de política económica que permiten alcanzar cada objetivo, si bien no todas lo logran con la misma eficacia, es decir, es posible que la mayoría de las políticas económicas sean eficaces para lograr la mayoría de los objetivos, pero unas serán más eficientes que otras en lograr determinados objetivos. Esta es la razón por la que suelen "asignarse" determinadas políticas económicas para la consecución de objetivos concretos, y no otras, ya que pueden lograr este con mayor rapidez y menor coste, tanto económico como social (a medio o largo plazo), que cualquier otra medida que se adopte. Así, por lo general, se utilizan medidas de política monetaria y fiscal para lograr alcanzar y mantener el equilibrio interno de la economía, mientras que nos servimos de las variaciones en los tipos de cambio para obtener un equilibrio con el exterior, si bien no es posible olvidar los efectos que cada "instrumento" tiene sobre las variables que determinan el equilibrio cuya obtención está atribuida a otro instrumento distinto.

Tipos de interés, tipos de cambio fijos y demanda agregada

Una vez establecida la importancia de la elección de la variable instrumento adecuada para la obtención de cada objetivo de política económica, en función de su mayor eficacia en alcanzarlo, nos enfrentamos al problema de que no siempre es posible utilizar la variable deseada. Así, Maynard Keynes propuso como fórmula para combatir el desempleo la elevación del nivel de demanda agregada. Sin embargo, su razonamiento se desarrolló

dentro de un modelo teórico cerrado, que no tenía en cuenta las importantes implicaciones que la existencia de un sector exterior tiene sobre la evolución de las variables reales y las decisiones de los agentes económicos, lo que llevaría a cuestionar la validez de las conclusiones sobre los efectos finales de esas medidas, ya que una política de demanda expansiva en una economía abierta tiene el importante inconveniente de producir, debido a la conexión entre el crecimiento de la renta y el de las importaciones, un déficit de la balanza por cuenta corriente, en el caso de que no se lleven a cabo medidas correctoras mediante variaciones en los tipos de cambio.

En el modelo anterior hemos considerado la existencia de un sistema de tipos de cambio flexibles, que permitían a las autoridades económicas modificar los cambios relativos entre las monedas para alterar así la competitividad del país en el exterior. Sin embargo, el presente trabajo doctoral está dirigido a considerar la actuación de los países en un sistema monetario en el que, o bien estarán irrevocablemente fijados los tipos de cambio, o bien existirá una moneda única, que será común para todos los países que participen en el sistema. Es decir, deberemos considerar el funcionamiento de las medidas de política económica en lo que se denomina un área monetaria óptima, por lo que los equilibrios externo e interno deberán ser obtenidos sin recurrir a las políticas cambiarias.

Además, en el modelo anterior, hemos considerado que existía una situación de equilibrio con el exterior cuando se lograba la igualdad de los pagos e ingresos derivados de las operaciones corrientes, considerando que los movimientos de capitales se equilibraban de forma automática, respondiendo de forma ins-

tantánea a las variaciones que experimentaban los tipos de interés como consecuencia de las políticas adoptadas. Bajo estos supuestos la utilidad de la política monetaria era irrelevante; sin embargo, Robert Mundell, al considerar la forma de, sin modificar el tipo de cambio, alcanzar de forma simultánea los equilibrios externo e interno a través de la "combinación prudente" de políticas de demanda agregada (fiscal y monetaria), exclusivamente, consideró el equilibrio externo como aquella situación caracterizada por la estabilidad en el mercado de cambios, es decir, en la que existe una igualdad entre los pagos y los ingresos totales que se derivan de las operaciones con el resto del mundo. De esta forma, será posible, en el ejemplo inicialmente considerado, evitar el déficit que se derivaría de una política de demanda expansiva, de carácter fiscal, si logramos combinarla de forma adecuada con elevaciones del tipo de interés (es decir, de una política de demanda restrictiva), suficientes para atraer importaciones de capital que mejoren el saldo de la balanza de capitales, compensando el déficit que el aumento de las importaciones de bienes y servicios derivado del incremento del nivel de renta habrá originado en la balanza por cuenta corriente.

Por lo tanto, asignaremos a la política fiscal el logro del equilibrio interno, debido a su mayor y más rápido efecto sobre la demanda agregada interna, y dado que la política monetaria, al actuar sobre los tipos de interés, incide directamente sobre la balanza por cuenta de capital, compensando los efectos que las medidas fiscales generen sobre la balanza por cuenta corriente, la utilizaremos como variable instrumento para alcanzar el equilibrio externo, en un contexto de tipos de cambio

fijos.

Para poder efectuar un análisis gráfico del contenido de este modelo vamos a utilizar otro esquema de coordenadas en el que, si bien mantenemos en el eje de abscisas el nivel de demanda agregada, vamos a medir en el eje de ordenadas el tipo de interés. La demanda agregada va a estar directamente relacionada con el nivel de gasto público que realizan las autoridades, es decir, con la política fiscal desarrollada, mientras que el tipo de interés nos va a indicar cual es el signo (o tendencia) de la política monetaria seguida por las autoridades.

Este cambio de las variables que medimos en los ejes de coordenadas nos obligan a redefinir las rectas de equilibrio que habíamos considerado en el anterior modelo.

La recta de equilibrio interno

La recta de equilibrio interno será el lugar geométrico de las combinaciones de gasto público (o demanda agregada) y tipos de interés para las que la economía no presenta ni desempleo de los factores productivos ni tensiones inflacionistas.

La pendiente de la recta de equilibrio interno, a diferencia de lo que vimos en el modelo anterior, va a ser positiva (e incluso vertical, si suponemos que el nivel de pleno empleo de los factores productivos no depende en absoluto del tipo de interés), ya que toda reducción de la oferta monetaria por parte de las autoridades económicas va a elevar el tipo de interés - al tener los agentes que transformar parte de sus activos en liquidez, y disminuir el precio de aquellos -, con lo que se reducirá la inversión, y las autoridades, para continuar manteniendo el equilibrio interno, se verán obligadas a incrementar

su nivel de gasto público y compensar la caída de la inversión. Es decir, que para mantener el equilibrio interno, el tipo de interés y el gasto público (o la demanda agregada) deberán moverse en la misma dirección (ver gráfico 9 a).

La zona situada a la izquierda de la recta de equilibrio interno representa niveles de renta o demanda agregada insuficientes para compensar la falta de inversión derivada del tipo de interés existente, o lo que es lo mismo, éste será demasiado elevado respecto a lo que sería preciso ante la renta o demanda agregada que existe en la economía. Por lo tanto, existe una situación de desempleo de los factores productivos.

La zona situada a la derecha de la recta de equilibrio interno va a representar combinaciones de renta y tipos de interés para los que se producen tensiones sobre los precios debido a que, o bien el tipo de interés es menor a lo que sería necesario para atraer inversiones que compensen el defecto de oferta respecto a la demanda efectuada en la economía, o bien dicha demanda es excesiva para el nivel de tipos de interés que se mantienen. Por lo tanto, se producen tensiones inflacionistas respecto a los precios.

La recta de equilibrio externo

La recta de equilibrio externo será el lugar geométrico de las combinaciones de demanda agregada de la economía y de tipos de interés para las que existe una igualdad entre la totalidad de gastos y pagos que se derivan de las operaciones corrientes y de capital del país con el resto del mundo (ver gráfico 9 b).

Dados los supuestos realizados, la definición anterior podría exponerse diciendo que la recta de equilibrio externo es

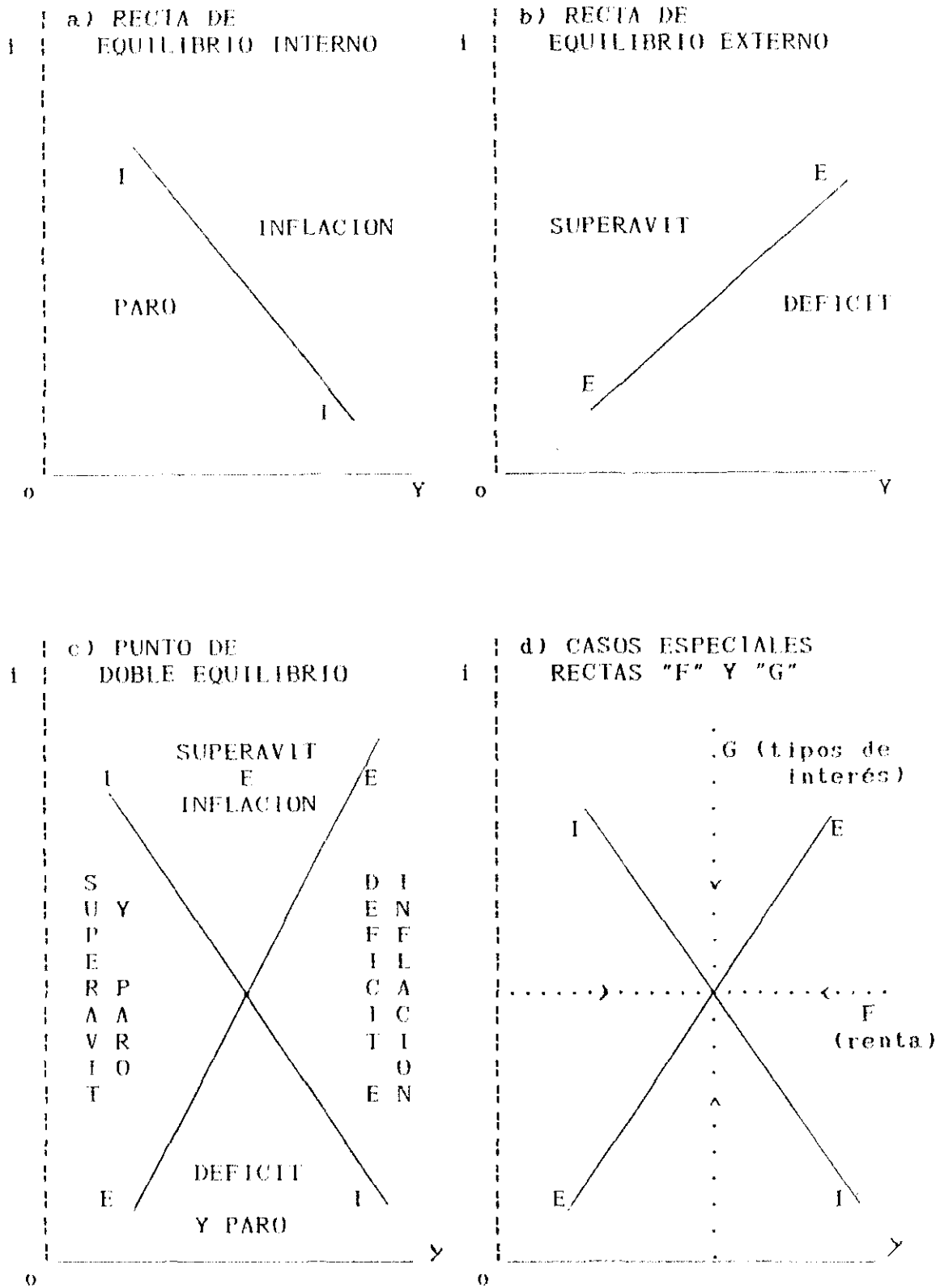
el lugar geométrico de las combinaciones posibles de política fiscal y monetaria compatibles con la igualdad entre los ingresos y pagos derivados de la totalidad de las operaciones corrientes y de capital con el resto del mundo (gráfico 9 c).

Los puntos situados a la izquierda de la recta de equilibrio externo representan superavit de la balanza de pagos derivados de la existencia de un tipo de interés demasiado elevado para la demanda agregada existente, lo que provocará que los ingresos por cuenta de capital superen a los gastos por la misma causa en un importe mayor que el exceso de gastos por cuenta de renta existente, en su caso, sobre los ingresos reales que se derivan de estas operaciones. Desde otro punto de vista, la demanda agregada será demasiado baja, y con ello las importaciones, generando que los ingresos por operaciones corrientes derivados de las exportaciones sean demasiado elevados respecto a los gastos necesarios para obtener las importaciones que, dada la propensión a importar de la economía, derivan del nivel de renta existente; estos ingresos netos por operaciones corrientes superan al exceso de gastos (si es que no existe equilibrio en el mercado exterior de capitales) que se deriva de las operaciones de capital.

Por analogía, los puntos situados a la derecha de la recta de equilibrio externo representan déficits de la balanza de pagos derivados de un nivel de demanda agregada interna demasiado alto, con lo que las importaciones corrientes provocan un gasto excesivo en relación con los ingresos derivados de las exportaciones corrientes; o provocados por un tipo de interés demasiado bajo, que no atrae suficientes importaciones de capital para compensar los pagos por las exportaciones de igual causa.

GRAFICO 9

EQUILIBRIO EN UN ESQUEMA DE TIPOS DE INTERES



Con ello, los ingresos globales por operaciones con el exterior son inferiores a los pagos que las mismas provocan.

La pendiente de la recta de equilibrio externo será también positiva, ya que un incremento en el tipo de interés, es decir, una política monetaria restrictiva, va a atraer capitales del exterior, con lo que los ingresos superarán a los pagos, y para compensarlo será necesario realizar una política fiscal expansiva que, al incrementar las importaciones compense este flujo de capitales con pagos al exterior por operaciones corrientes. Lógicamente, el caso inverso, así como las posibilidades de que la tendencia de las variables sea la contraria será también posible, justificando todas el signo positivo de la pendiente de la recta de equilibrio externo.

Sin embargo, hay que dejar patente que al definir la recta de equilibrio externo en estos términos estamos haciendo implícitamente unos supuestos que, en un análisis posterior, al considerar los efectos de las políticas económicas, variaremos, y que son los siguientes:

* El volumen de exportaciones corrientes es una variable exógena al modelo (que dependerá de la demanda de terceros países), es decir, no depende de las variables introducidas en el mismo.

* Las importaciones corrientes dependerán directamente de la renta.

* Las importaciones netas ("M-X") de capital van a depender directamente del tipo de interés, incrementándose cuando éste lo haga.

* Los tipos de cambio son fijos.

* El nivel de precios interno no varia.

Un desarrollo analítico sencillo de lo que implican estos supuestos vendría dado por las ecuaciones y el desarrollo que se exponen a continuación:

"P" representará el nivel de precios internacionales, en divisas.

"p" indica el nivel de precios nacionales, en moneda nacional.

"tc" es el tipo de cambio existente.

"R" es la Relación Real de Intercambio definida como el cociente entre los precios internacionales y domésticos, definidos en la misma moneda.

"i" es el tipo de interés interno.

"D" será la demanda agregada interna.

"X" es el volumen de exportaciones corrientes.

"M" representa el volumen de importaciones corrientes.

"K" será el saldo neto de importaciones de capital, es decir, la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de capital.

Las ecuaciones representativas de las operaciones interna-

cionales en el modelo simple propuesto podrían ser las que se relacionan a continuación:

$$X = x(p, tc) / x'_p < 0; x'_{tc} > 0$$

$$M = m(D, p, tc) / m'_D > 0; m'_p > 0; m'_{tc} < 0$$

$$K = k(i) / k'_i > 0$$

Así el volumen real de exportaciones será una función inversa del nivel de precios internos y directa del tipo de cambio, de forma que se incrementará cuando disminuyan aquellos y cuando la moneda nacional se deprecie (aumente el tipo de cambio), ya que en ambos casos la competitividad exterior de los productos nacionales será mayor. Así una depreciación, o una disminución de los precios internos, tenderá a reducir los déficits de balanza de pagos por cuenta corriente.

El volumen real de importaciones, por el contrario, es una función directa del nivel de precios internos e inversa respecto al tipo de cambio, de forma que las importaciones aumentarán cuando se eleven los precios internos, haciendo más competitivos a los productos extranjeros en el interior, o disminuya el tipo de cambio (la moneda se aprecie), con lo que las adquisiciones en el exterior resulten ahora más baratas al poder obtener mayor cantidad de producto por el mismo importe en moneda nacional. Además, el nivel de importaciones va a depender de forma directa del nivel de renta o demanda agregada, ya que todo incremento de la misma va a repartir entre la oferta interna y la externa (estando la proporción en que lo hace en función de la propensión a importar del país).

El saldo neto de importaciones de capital va a depender de

forma directa del valor del tipo de interés vigente en la economía (por su valor relativo con el existente a nivel internacional), de forma que un incremento del mismo mejorará dicho saldo al atraer importaciones de capital, o reducir la salida de los mismos del país, ya que las inversiones en el exterior son menos atractivas que antes de la variación.

Manteniendo nuestro razonamiento dentro de los supuestos realizados, y considerando la existencia de precios y tipos de cambio fijos, podemos representar la función de balanza de pagos, representativa de la recta de equilibrio externo, de la forma siguiente:

$$B = ((p \cdot X) - (P \cdot tc \cdot M)) + K$$

Es decir, que el saldo de la balanza de pagos vendrá dado por el valor de los ingresos derivados de las exportaciones corrientes menos los pagos realizados por las importaciones de bienes y servicios, más el saldo neto de importaciones de capital, medido todo en moneda nacional. Considerando los precios y el tipo de cambio constantes podemos derivar la ecuación y tendremos:

$$dB = - (P \cdot tc \cdot m'_D (D) \cdot dD) + k'_I (i) \cdot di$$

Dado que en la situación de equilibrio el saldo de la balanza de pagos debe ser nulo, su diferencial también lo será, con lo que ambos sumandos serán iguales, lo cual lo único que nos indica es que debe existir una coincidencia entre los saldos de las subbalanzas corriente y de capital para que se logre el equilibrio externo.

Lo que realmente nos interesa de la expresión anterior es deducir, aunque sea a partir de un modelo muy simplificado, las variables más importantes que afectan a la pendiente de la recta de equilibrio externo, ya que al coincidir con la recta de equilibrio interno en su signo podría suceder que ambas hubieran tenido el mismo coeficiente angular, con lo que no sería posible el corte entre ambas (si no, en todo caso, su total coincidencia), no encontrándose un punto común representativo de que se alcanzan, de forma simultánea los dos equilibrios:

$$k'(1) \cdot dI = P \cdot tc \cdot m'_D(D) \cdot dD$$

La pendiente de la recta de equilibrio externo, por lo tanto, vendrá dada por la expresión:

$$\frac{dI}{dD} = \frac{P \cdot tc \cdot m'_D(D)}{k'(1)}$$

De la expresión anterior podemos deducir que la pendiente de la recta de equilibrio externo, o recta de balanza de pagos, dependerá:

- Directamente de la dependencia que las importaciones corrientes tengan respecto de la renta, o la demanda agregada interna que de ella se deduce, medida en moneda nacional. Así, cuanto mayor sea dicha dependencia, es decir, cuanto mayor sea la propensión a importar, mayor será la pendiente de la recta de balanza de pagos, o recta de equilibrio externo.

- Inversamente de la elasticidad (no considerada en su sentido estricto), del saldo neto de las importaciones de capital respecto del tipo de interés. Dicho en otras palabras, cuando se produzca una variación de la demanda, afectándose a las importaciones corrientes, para mantener el equilibrio externo será necesario que se modifiquen los tipos de interés en el mismo sentido que lo hayan hecho la renta y las importaciones, para compensar así los aumentos de renta; si la pendiente de la recta de equilibrio externo es muy alta (debido a la fuerte dependencia de las importaciones corrientes respecto de la renta y a una baja movilidad de capitales que haga las importaciones de los mismos poco sensibles a las variaciones en el tipo de interés) va a ser necesario que los tipos de interés varíen mucho para poder compensar el desequilibrio producido por el aumento de las importaciones. Si, por el contrario, la pendiente es baja (por una fuerte sensibilidad de las importaciones de capital a las variaciones de los tipos de interés, y una relativa poca dependencia de las importaciones corrientes respecto de las variaciones de la renta), pequeñas modificaciones en el tipo de interés bastarán para compensar las alteraciones que se deriven de modificaciones en el nivel de renta.

Ajuste entre equilibrio interno y equilibrio externo

Si agrupamos las dos rectas de equilibrio interno y externo, y suponemos que sus pendientes, aunque positivas ambas, tienen distinto valor, existirá un punto en el que la economía se encuentra estabilizada (recordando siempre que hablamos su-

puesto que otros objetivos de política económica que pudieran tener las autoridades, o bien se obtengan por la aplicación de las políticas realizadas en el modelo, como un subproducto de las mismas (lo que implicaría que los mismos son compatibles con los perseguidos de forma específica con éstas), o bien van a lograrse aplicando otras medidas distintas que no afectan de forma relevante a los objetivos perseguidos en el modelo considerado.

Por lo tanto, en presencia de una perfecta movilidad del capital, podrá alcanzarse de forma simultánea el equilibrio interno y externo, mediante la combinación adecuada de medidas de política fiscal y monetaria. El problema surge cuando se intenta determinar cual debe ser esa combinación adecuada en la realidad, es decir, la aplicación práctica de esta aparentemente sencilla teoría.

Vamos a realizar un análisis gráfico de la situación planteada siguiendo a M. CHACHOLIADES (84), y supondremos que la pendiente de la curva de equilibrio interno es mayor a la pendiente de la recta de equilibrio externo, o de balanza de pagos (e incluso, para simplificar el análisis, vamos a considerar que la curva de equilibrio interno es vertical respecto al nivel de pleno empleo de los factores lo que no significa en ningún momento que no existe desempleo, sino que la economía se sitúa al nivel comunmente aceptado como de "pleno empleo").

Aparecen cuatro zonas de lo que el denomina "desdicha económica", en las que la economía no se encuentra en equilibrio, junto a los puntos de cada una de las rectas de equilibrio que representan las combinaciones de políticas que logran uno de los dos equilibrios, externo o interno según sea la recta con-

siderada, y el punto de corte de ambas en el que se alcanza el doble equilibrio.

Estas cuatro zonas, similares a las explicadas en el modelo anterior serán las siguientes:

* La **zona S-P**, situada a la izquierda de ambas rectas, en la que existe **desempleo de los factores productivos (D)** junto a un **superavit en la balanza de pagos (S)**.

* La **zona S-I**, situada a la izquierda de la recta de equilibrio externo y a la derecha de la recta de equilibrio interno, en la que junto al **superavit de la balanza de pagos (S)** se producen **tensiones inflacionistas (I)**.

* La **zona D-I**, situada a la derecha de ambas rectas de equilibrio, en la que existe una **presión inflacionista potencial (I)** junto a un **déficit de la balanza de pagos (D)**.

* La **zona D-P**, que se encuentra a la derecha de la recta de equilibrio externo y a la izquierda de la recta de equilibrio interno, en la que coexisten un **déficit de la balanza de pagos (D)** junto a un nivel de actividad que provoca un **desempleo de los factores productivos (P)**.

Para alcanzar el punto de doble equilibrio, externo e interno, en la economía será necesario utilizar dos instrumentos de política económica, monetaria y fiscal en este caso, simul-

táneamente. Sin embargo, como ya vimos en el modelo anterior, existen dos situaciones especiales en las que es posible alcanzar ambos utilizando una sola de estas políticas. Era el caso en el que trazábamos dos rectas paralelas a los ejes de coordenadas que pasasen por el punto de doble equilibrio (ver el gráfico 9 d).

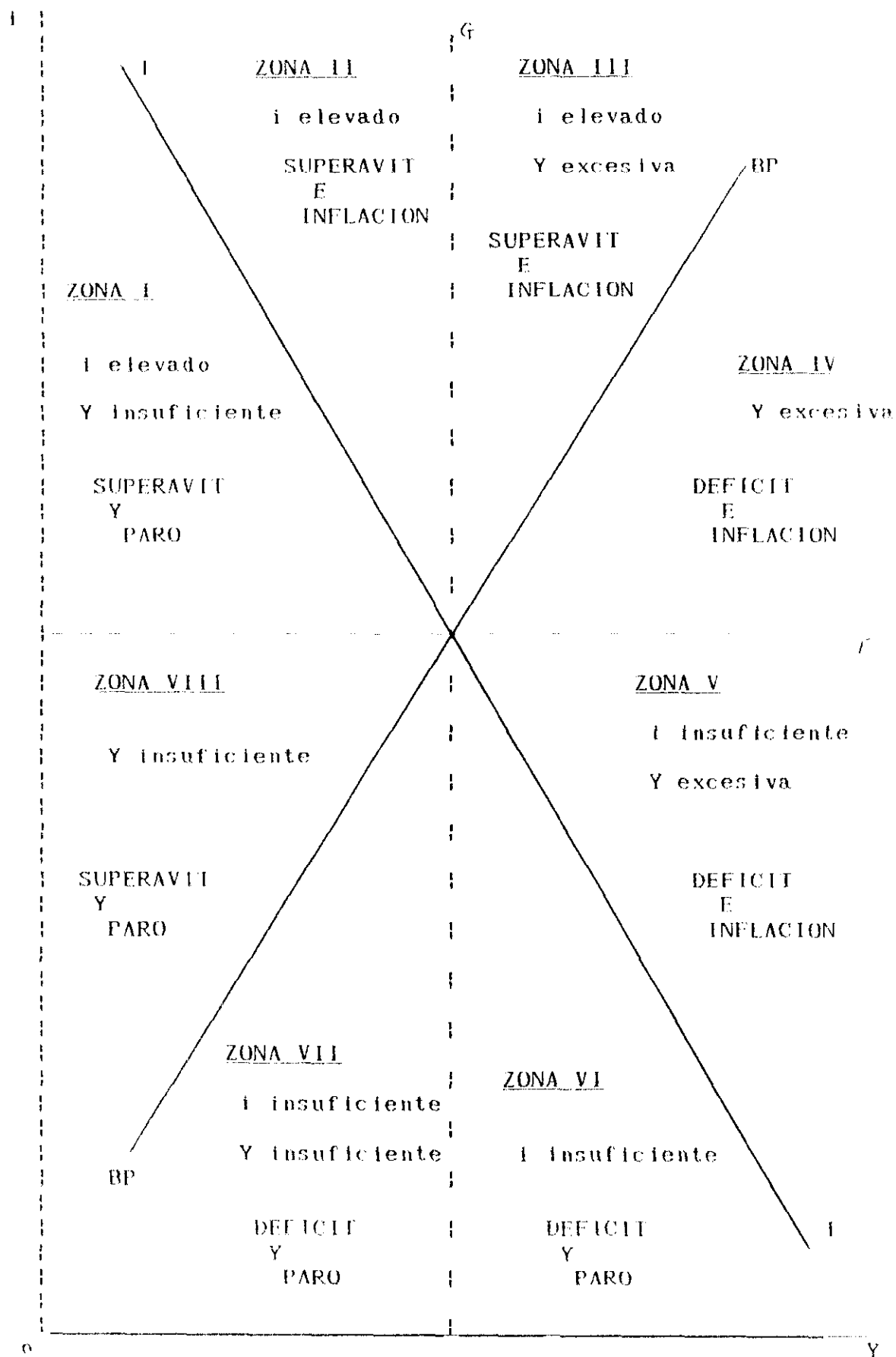
Los puntos de la **recta F**, paralela al eje de abscisas, representan aquellas situaciones en las que es posible lograr el doble equilibrio interno y externo utilizando únicamente medidas de política fiscal. Es decir, bastará incrementar el gasto público, si la economía se encuentra situada a la izquierda del punto de doble equilibrio, o reducir el mismo en el caso contrario, para conseguir al mismo tiempo reducir el superávit, en el primer caso, o el déficit, en el segundo, que además existía en la economía.

De igual forma, los puntos de la **recta G**, paralela al eje de ordenadas, representan las situaciones en las que es posible alcanzar el doble equilibrio mediante actuaciones en el tipo de interés, ya que al mismo tiempo que se reduce el superávit o déficit de la balanza de pagos, según se encuentre la economía situada por encima o por debajo del punto de doble equilibrio, se corrige el desempleo de los factores productivos o la inflación de precios que coexistían en cada uno de los casos considerados, respectivamente.

La introducción en el análisis de estas dos rectas representativas de los casos especiales en los que es suficiente un sólo tipo de medidas de política económica para lograr el doble equilibrio, interno y externo, en la economía nos proporciona ocho zonas en las que puede encontrarse la misma. Sin embargo,

GRAFICO 10

ZONAS DE DESEQUILIBRIO EN LA ECONOMIA



la forma de actuación ante problemas de igual naturaleza (pero de distinta magnitud) va a ser diferente según se esté más o menos cerca no sólo de uno de los equilibrios parciales, interno o externo, sino también de una de estas situaciones especiales, ya que una de las dos políticas, en estos casos, será mucho más efectiva que la otra (ver gráfico 10).

Las ocho zonas referidas serían las siguientes:

* Zonas de **superavit de la balanza de pago y desempleo de los factores productivos**:

- Zona I, en la que no puede establecerse fácilmente el predominio de ninguno de los dos desequilibrios, por lo que será necesario actuar de forma simultánea sobre ambos. Por lo tanto exigirá realizar políticas económicas expansivas tanto fiscal, para incrementar así la demanda agregada y el nivel de renta, como monetaria, para reduciendo el tipo de interés poder disminuir la entrada de capitales.

- Zona VIII, que presenta el caso contrario al anterior (aunque manteniéndose las condiciones de superavit de la balanza de pagos y desempleo de los factores productivos). En este caso, el tipo de interés es menor de lo que sería necesario para alcanzar el doble equilibrio, pero demasiado alto para el nivel de demanda existente, cuyo nivel debe ser aumentado. En consecuencia, habrá que combinar una política monetaria restrictiva, que eleve los tipos de interés, con una política fiscal expansiva, que incremente la demanda interna agregada y el nivel de

renta de la economía.

* Zonas de **superavit de la balanza de pago e inflación:**

- Zona II, en la que la demanda genera ciertas tensiones inflacionistas, a pesar de que los tipos de interés son muy elevados, o al menos se sitúan por encima de su valor de equilibrio. Por lo tanto, deberá desarrollarse una política monetaria expansiva, pero compensando sus efectos mediante una cierta contracción fiscal, que evite que la disminución de tipos de interés se traduzca en mayores tensiones inflacionistas.

- Zona III, en la que será necesario practicar una política monetaria expansiva, que reduzca los tipos de interés, y disminuya los ingresos de divisas, al mismo tiempo que estimula la salida de capitales al exterior; junto a una política fiscal restrictiva, que disminuya la demanda interna, reduciendo las tensiones inflacionistas. Ambas políticas perderán eficacia debido a la interrelación de sus efectos ya que la reducción de los tipos de interés, al estimular la inversión, presionará para que se incremente la demanda interna; de igual modo, la reducción de la demanda interna disminuirá la demanda de importaciones, lo que tenderá a incrementar el superavit de la balanza de pagos.

* Zonas de **déficit en la balanza de pagos e inflación de precios:**

- Zona IV, en la que el tipo de interés es superior

a su nivel de equilibrio, y sin embargo resulta insuficiente tanto para reducir la demanda, y frenar las tensiones inflacionistas, como para atraer capitales que reduzcan el déficit. Por ello sería conveniente centrar la actuación económica en una política fiscal restrictiva que reduzca la demanda interna y, con ello, el déficit, al reducirse las importaciones de bienes al exterior, y además minore la presión sobre los precios.

- Zona V, en la que no es posible determinar cual de los dos desequilibrios es predominante, o más fácilmente soluble, y al ser el tipo de interés inferior a su valor de equilibrio, será necesario combinar políticas económicas restrictivas, tanto fiscales como monetarias, de forma que se reduzca la demanda agregada interna y se incrementen los tipos de interés.

*** Zonas de déficit en la balanza de pagos y desempleo de los factores productivos:**

- Zona VI, en la que la demanda agregada es inferior a la necesaria para lograr simultáneamente los dos equilibrios deseados, pese a que el tipo de interés existente es bajo. Para corregir esta situación se deberá incrementar la demanda agregada mediante una política fiscal expansiva (hasta alcanzar la recta G) y aumentar los tipos de interés mediante una política monetaria restrictiva, de forma que se atraigan capitales que permitan reducir el déficit de la balanza de pagos.

- Zona VII, en la que los valores tanto de la renta

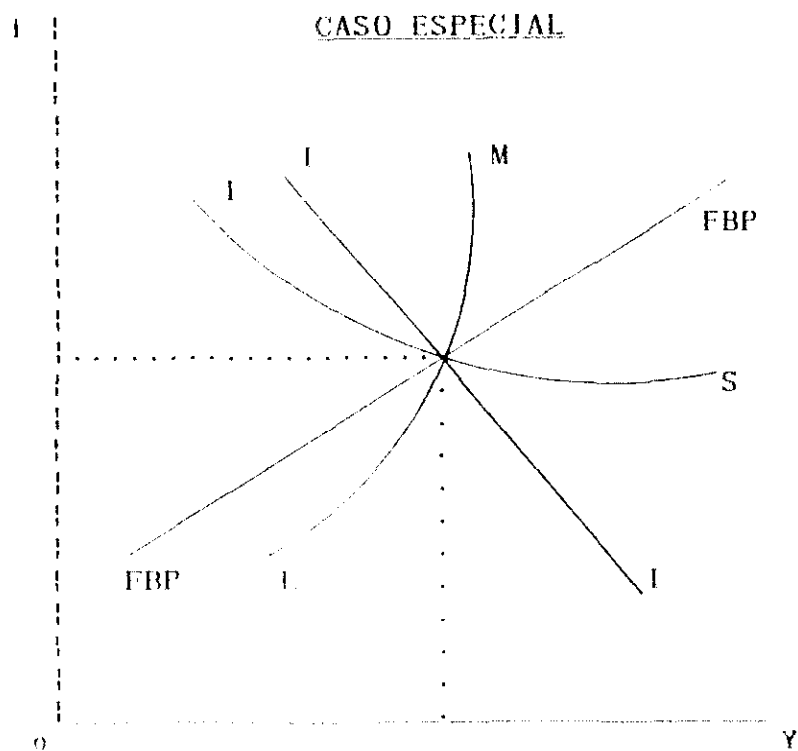
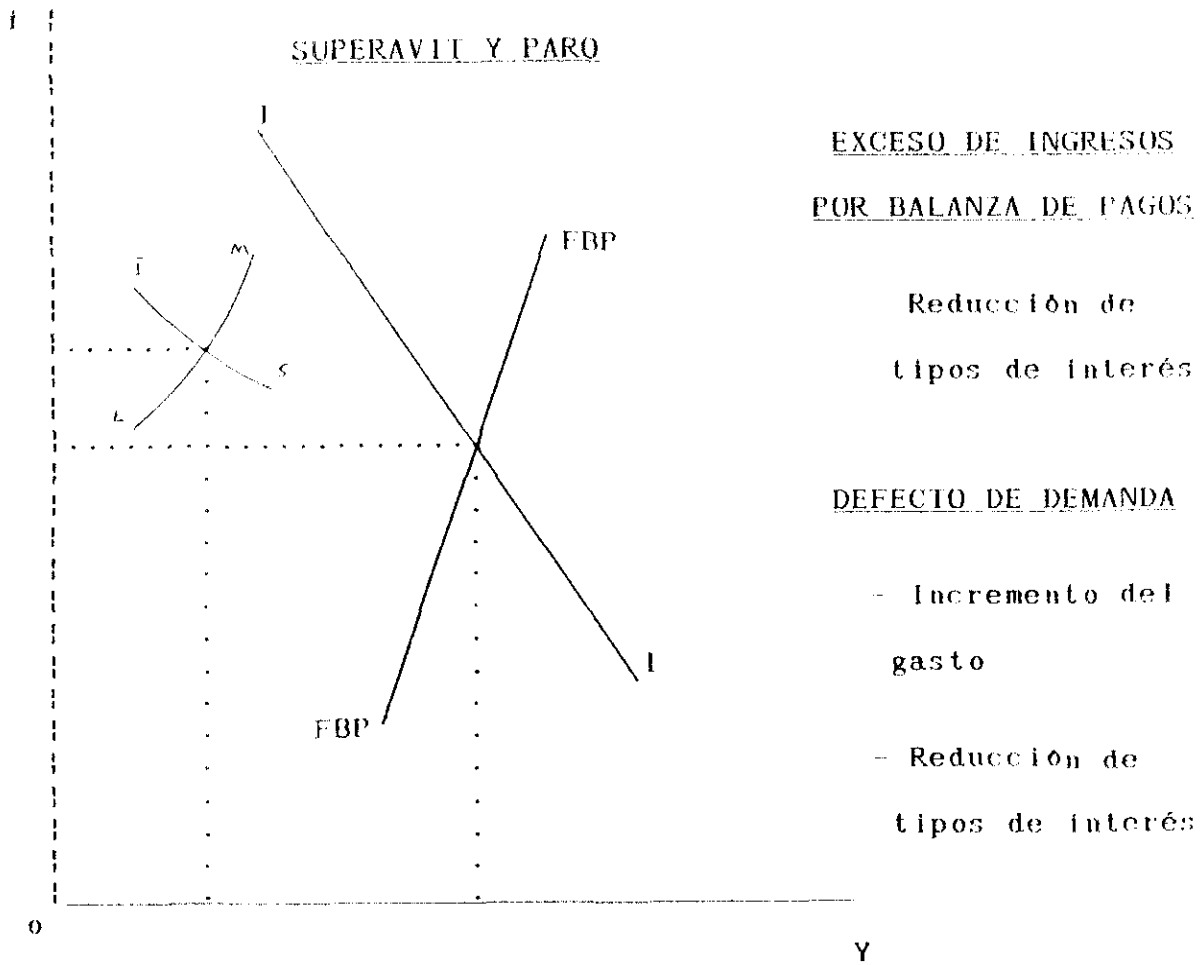
como del tipo de interés son inferiores a los que serían necesarios para alcanzar el equilibrio, lo que exige la implementación de políticas expansivas, tanto monetarias como fiscales, para incrementar los tipos de interés y atraer capitales que permitan reducir el déficit de la balanza de pagos, como fiscales, que incrementen la demanda y la renta. Sin embargo, la efectividad de las mismas queda reducida por los efectos cruzados que tienen sobre las variables que deben ser controladas mediante un instrumento diferente, lo que dará lugar a que el coste del ajuste, al menos en términos de tiempo, deba ser mayor del que sería necesario de no existir los mismos.

Una vez vistas las posibilidades de actuación deberemos ver la forma de determinar aquellos datos o variables que nos van a indicar en que punto opera la economía. Si suponemos que en ese punto puede encontrarse estabilizada (si bien no se alcanza ni el equilibrio interno ni el externo, tal como los hemos definido), la posición nos va a poder proporcionar el esquema de curvas IS-LM, con el que se representan los equilibrios en los mercados real y monetario (y de bonos, implícitamente). La utilización del esquema IS-LM nos proporciona una información adicional a las autoridades económicas, no sólo de la zona en que se desarrolla la economía si no, también, del tipo de política a seguir, en función de sus respectivas pendientes, que indicarán los grados de rigidez de la economía ante las medidas adoptadas y, con ello, la efectividad de las distintas políticas económicas.

Además, la utilización del esquema IS-LM proporciona dos

GRAFICO 11

LA SITUACION DE LA ECONOMIA: CURVAS "IS" Y "LM"



nuevos casos excepcionales en los que es posible lograr el doble equilibrio, interno y externo, utilizando un sólo tipo de medidas de política económica. Esta situación se producirá únicamente cuando una de las curvas de equilibrio de mercados pase por el punto de doble equilibrio. Si la curva que corta a ese punto de doble equilibrio es la IS, podremos alcanzar el mismo actuando únicamente sobre el mercado monetario, e influyendo en los tipos de interés, de forma especial. Si es la curva LM la que corta en el mismo, las medidas de política fiscal serán más efectivas (ver gráfico 11).

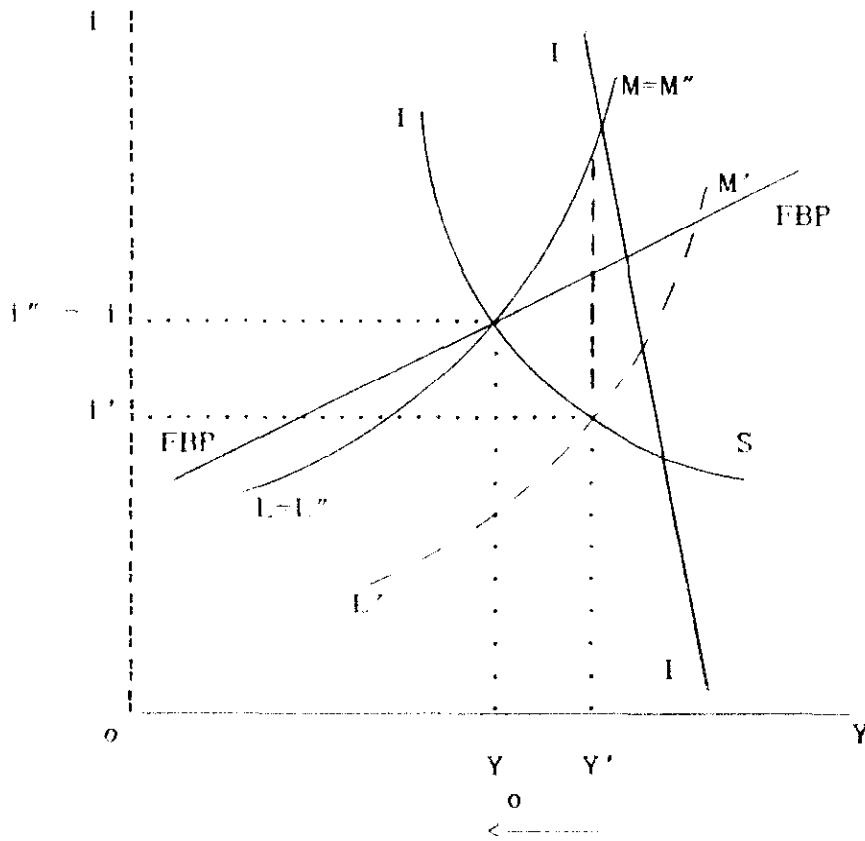
Eficacia de las políticas monetaria y fiscal en función del sistema de tipos de cambio

Partiendo del modelo de Mundell expuesto vamos a intentar evaluar la eficacia relativa que tiene las dos políticas económicas consideradas, monetaria y fiscal, tanto dentro del modelo como suponiendo que se permite que los tipos de cambio fluctúen libremente. Es decir, levantamos el supuesto restrictivo por el que manteníamos fijos los tipos de cambio, dejando a la política monetaria como único instrumento para influir en la balanza de pagos de la economía, pero seguiré considerando a las exportaciones como una variable exógena al modelo, al no depender de las decisiones de los agentes de la economía considerada, si no de los agentes de las economías que las adquieren, y las importaciones corrientes dependientes directamente de la renta, mientras que las importaciones de capital seguirán ligadas a los tipos de interés, permaneciendo constante el nivel de precios internos.

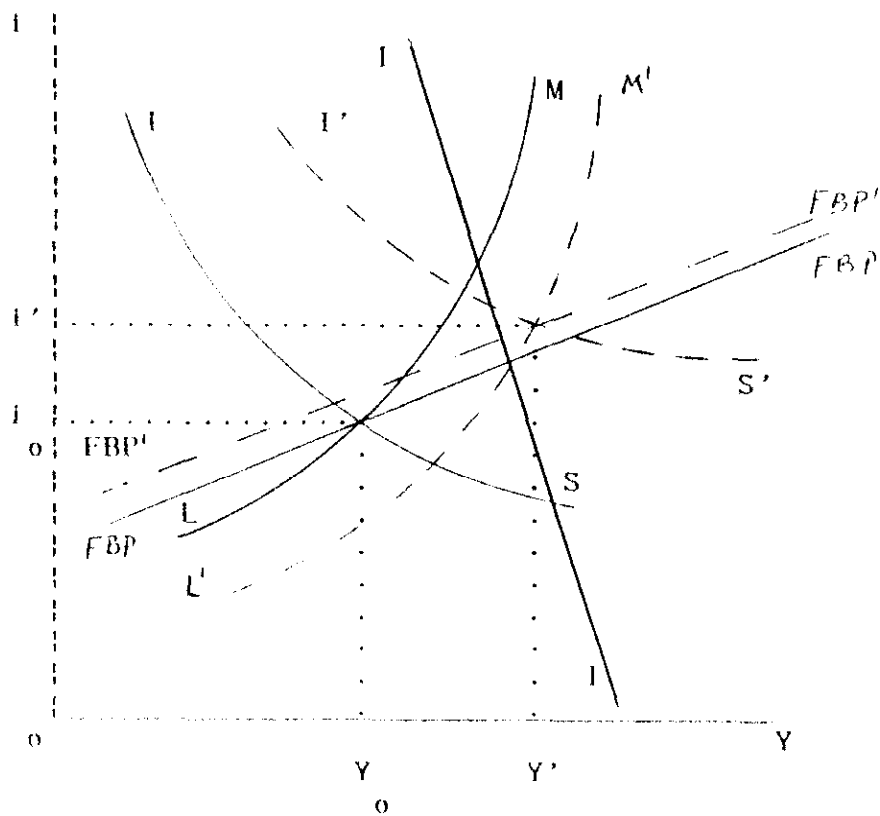
GRAFICO 12

EFICACIA DE LA POLITICA MONETARIA: CURVA "LM"

TIPOS DE CAMBIO FIJOS



TIPOS DE CAMBIO FLEXIBLES



Eficacia de las medidas de política monetaria

Como he indicado, vamos a analizar el grado de eficacia de la política monetaria dentro de sistemas de tipos de cambio flexibles y fijos, para ver como influye la utilización de uno u otro sistema en el mismo.

Partiremos de un punto en el que la balanza de pagos va a estar equilibrada, e igualmente sucede en los mercados de bienes y servicios y monetario, por lo que vendrá representado por el punto de corte de la recta de equilibrio externo y las curvas IS y LM (ver gráfico 12).

La eficiencia la mediremos por el impacto que produzca una cierta expansión monetaria (que se traducirá en una caída en el tipo de interés), sobre la renta real de equilibrio, lo que se se reflejará en un desplazamiento hacia la derecha de la curva LM, representativa del equilibrio en el mercado monetario, al haber crecido la oferta monetaria permaneciendo invariable la demanda de activos monetarios.

Sistema de tipos de cambio flexibles

La expansión monetaria que se traduce en un desplazamiento de la curva LM hacia la derecha, dando lugar a un mayor nivel de renta y un tipo de interés menor, provocará un déficit en la balanza de pagos, debido a que la demanda de divisas para pagos es superior a la oferta de divisas obtenidas de los cobros por operaciones con el exterior.

Si el tipo de cambio puede adaptarse a las necesidades del mercado exterior la moneda nacional tenderá a depreciarse, lo que se traduce en dos efectos:

1) La función de balanza de pagos, o recta de equilibrio externo, tenderá a desplazarse hacia su derecha ya que ahora el tipo de interés necesario para alcanzar el equilibrio del mercado exterior es menor (y también variará el valor de su pendiente por la modificación del tipo de interés, si bien su alteración no es sustancial, y no influye de forma importante en el análisis realizado).

2) La curva de equilibrio en el mercado de bienes y servicios, IS, se desplazará hacia la derecha debido tanto a la disminución del tipo de interés (que hace incrementarse el volumen de inversión) como por el aumento de la renta (que se traducirá en un aumento de las importaciones corrientes, al mismo tiempo que la caída en el tipo de interés disminuye las importaciones netas de capital).

El desplazamiento de la recta de equilibrio externo será menor al que sería necesario para que ocupase el nivel de tipo de interés y renta en el que se alcanza el equilibrio en los mercados monetarios y de bienes y servicios, debido a que los aumentos de las importaciones en los que se traduce el mayor nivel de renta, y la caída del nivel de importaciones netas de capital producida por los menores tipos de interés, dan un nuevo motivo para que se desequilibre la balanza de pagos, necesitando aumentos posteriores en el tipo de interés que la reequilibren.

La moneda nacional seguirá depreciándose hasta que se restaure el equilibrio de la balanza de pagos, es decir, que se

produzca de nuevo la coincidencia entre la recta de equilibrio externo y las curvas IS y LM.

La situación respecto al equilibrio interno de la economía dependerá del punto de partida considerado y de la magnitud de las variaciones introducidas. En el análisis realizado (como muestra claramente el **gráfico 12**), se mantiene una situación de desempleo de los factores tanto al comienzo como a la finalización del mismo.

Por tanto, en una economía con tipo de cambio flexible una política monetaria expansiva verá reforzados sus efectos por los que se derivan de la depreciación de la moneda que induce, y por el estímulo positivo que ésta ejerce sobre el funcionamiento de la economía vía aumento de las importaciones de bienes y servicios y la disminución de las importaciones de capital, debido al aumento de la renta y la caída del tipo de interés, respectivamente.

Sistema de tipos de cambio fijos

Si el tipo de interés está previamente establecido en un nivel que no es posible, en principio, variar, la expansión monetaria, que dará lugar al desplazamiento a la derecha de la curva LM, no provocará el desplazamiento de la curva de balanza de pagos, o de equilibrio externo, que veíamos en el caso anterior, sino que al superar los pagos a los cobros derivados de las operaciones con el exterior, se reducirá el "stock" de reservas de divisas (generando una caída de la base monetaria) y la disminución de la oferta monetaria, con lo que la curva LM tenderá a desplazarse hacia la izquierda, disminuyendo paulatinamente el déficit y la renta y aumentando el tipo de interés,

en un comportamiento neutralizador del efecto inicial de la expansión monetaria. Esta regresión continuará hasta que la curva LM coincida con la inicial, volviéndose a los mismos niveles de renta y oferta monetaria, desapareciendo el déficit provocado por la medida.

Por lo tanto, en un sistema de tipos de cambio fijo las políticas monetarias sólo tienen efectos a corto plazo, perdiendo su eficacia en un plazo medio y siendo ineficaces a largo plazo.

Eficacia de las medidas de política fiscal

En los efectos de una política fiscal sobre una economía van a influir de forma relevante no sólo el sistema de tipos de cambio (como sucede con la política monetaria) sino el valor de las pendientes de la recta de equilibrio externo y de la curva de equilibrio del mercado monetario, LM.

Para realizar un análisis adecuado de la efectividad de la política fiscal vamos a suponer que las autoridades económicas deciden tomar medidas para incrementar la demanda agregada interna, y tendremos que considerar los dos casos siguientes:

A) Pendiente de la curva LM mayor que la pendiente de la recta de equilibrio externo.

Si partimos de una situación en la que junto al equilibrio interno (sin considerar el nivel de desempleo, como ya se indicó en el apartado anterior) existe equilibrio de la balanza de pagos, y las autoridades adoptan unas medidas expansivas de política fiscal dirigidas a incrementar el nivel de demanda agregada interna, la curva representativa del equilibrio en el mer-

cado de bienes y servicios, IS, se desplazará hacia la derecha debido a que para cada tipo de interés de la economía el nivel de renta es ahora mayor.

Estas medidas expansivas van a provocar un superavit de la balanza de pagos (según se contempla en el gráfico 13), cuyos efectos sobre la economía van a depender del sistema de tipos de cambio existente.

Sistema de tipos de cambio flexibles

Si en la economía los tipos de cambio pueden adaptarse de forma automática a las necesidades del mercado exterior, el superavit de la balanza de pagos, provocado por un exceso de oferta de divisas respecto a su demanda, va a dar lugar a una caída del tipo de cambio, es decir, va a originar una apreciación de la moneda nacional. Esta apreciación va a tener dos consecuencias:

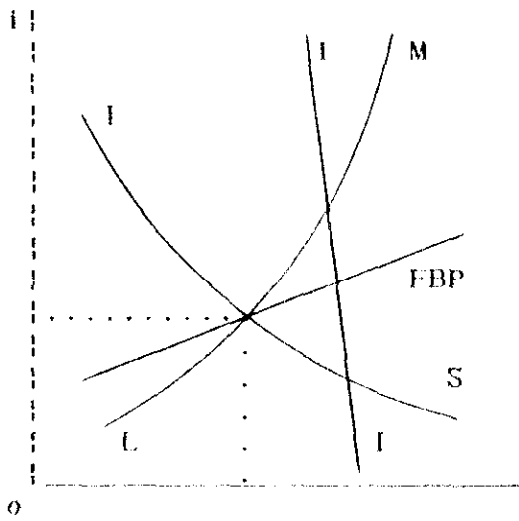
1) En primer lugar, desplazará la función de balanza de pagos hacia la izquierda, ya que el tipo de interés necesario para nivelar el sector exterior (atraiendo importaciones de capital que compensen los pagos derivados del incremento de las importaciones corrientes que ha generado el aumento de la demanda interna) será mayor.

2) Además, producirá un desplazamiento contractivo, hacia la izquierda, de la curva IS, debido a la caída de las importaciones corrientes y al incremento de las exportaciones, que propicia el nuevo tipo de cambio, lo que hace disminuir la renta y que el tipo de interés necesario para alcanzar el nivel de equilibrio no sea tan alto.

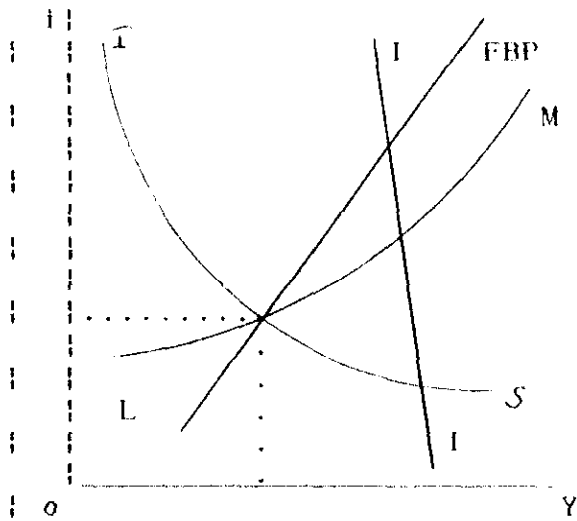
GRAFICO 13

EFICACIA DE LA POLITICA FISCAL: CURVA "IS"

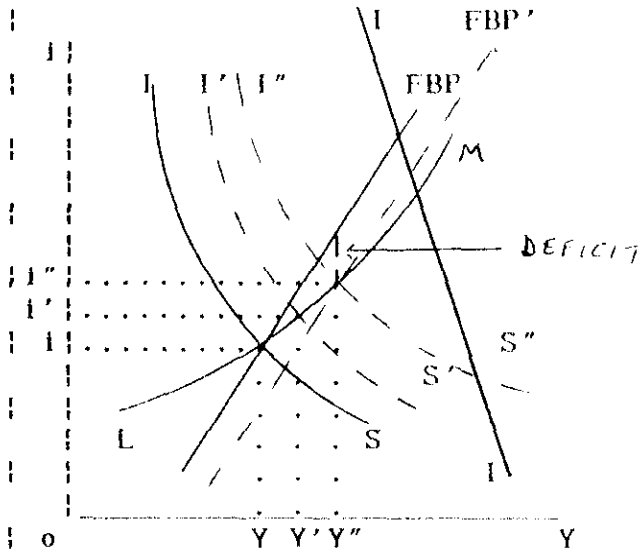
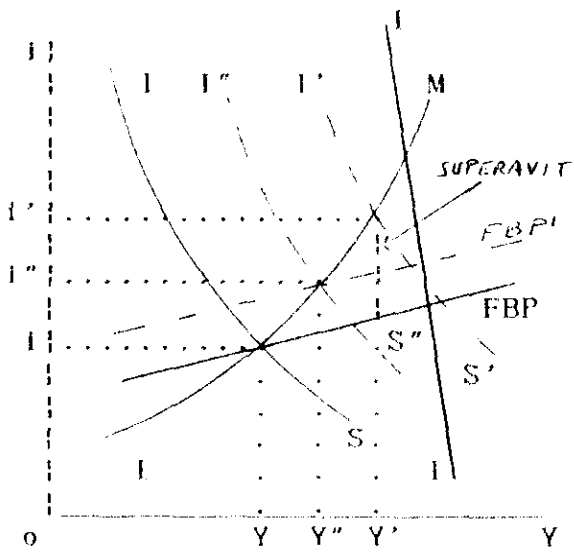
PENDIENTES: $LM > FBP$



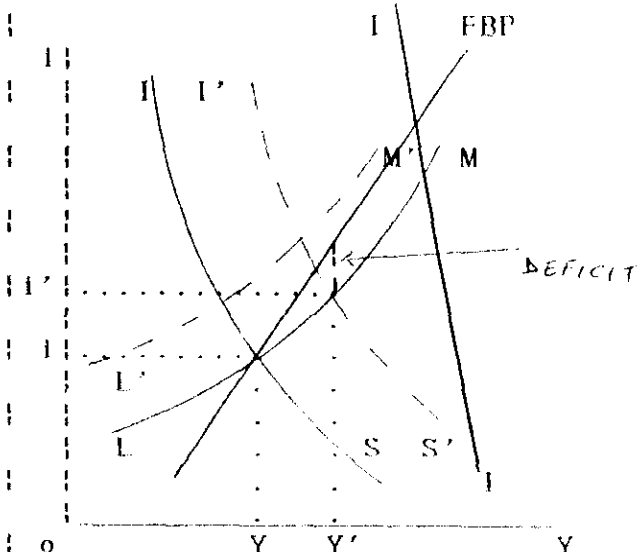
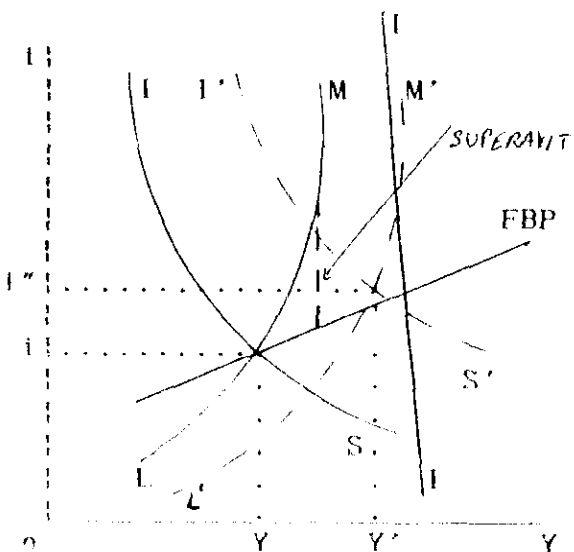
PENDIENTES: $LM < FBP$



TIPOS DE CAMBIO FLEXIBLES



TIPOS DE CAMBIO FIJOS



Luego, el efecto inicial de las medidas expansivas de política fiscal se ve contrarrestado parcialmente por el impacto del sector exterior.

Sistema de tipos de cambio fijos

Si los tipos de cambio, por el contrario, son fijos el superavit producido por la expansión de la demanda no va acompañado por la apreciación cambiaria contemplada en el apartado anterior, sino que se va a producir un aumento de la base monetaria que originará una elevación de la oferta monetaria, lo que tendrá su traducción en un desplazamiento de la curva LM hacia la derecha (siempre que el gobierno no esterilice el efecto restringiendo la oferta monetaria), de manera que los tipos de interés bajarán (disminuyendo las importaciones de capital) y la renta aumentará (incrementándose las importaciones corrientes), hasta que se neutralice el superavit inicial.

Por lo tanto, la política fiscal expansiva se ve reforzada por los efectos que se producen en el mercado exterior.

B) Pendiente de la curva LM menor que la pendiente de la recta de equilibrio externo.

Como en el caso anterior, partiremos también de una situación de equilibrio interno (en la que no tenemos en cuenta el nivel de desempleo de los factores y los precios los consideramos como fijos, con lo que estaremos en una situación de equilibrio de tipo keynesiano) combinada con un equilibrio respecto al sector exterior, y suponemos que las autoridades económicas llevan a cabo medidas de carácter fiscal de tipo expansivo,

consistente en el incremento del gasto público, por ejemplo, lo que da lugar a un nivel de renta de equilibrio mayor para cada tipo de interés de la economía, que se traduce en un desplazamiento hacia la derecha de la curva de equilibrio en el mercado de bienes y servicios, IS. Al contrario de lo que sucedía en el caso de que la pendiente de la curva LM era mayor que la pendiente de la recta de equilibrio externo, ahora el incremento de la renta al nivel de nuevo equilibrio en los mercados monetarios y de bienes y servicios va a dar lugar a un déficit de balanza de pagos (y no a un superávit, como sucedía en el caso anterior) (ver gráfico 13).

Los efectos que se deriven de este desplazamiento de la curva de ahorro-inversión, o de equilibrio en el mercado real, dependerán del sistema de tipos de cambio existente en la economía:

Sistema de tipos de cambio flexibles

El desplazamiento de la curva IS habrá originado un déficit en la balanza de pagos al incrementarse las importaciones corrientes sin que el efecto haya sido compensado por un mayor nivel de importaciones de capital, respecto a las exportaciones, por lo que los pagos en divisas van a ser superiores a los ingresos, y esto genera un exceso de demanda de divisas respecto de su oferta que, dado que los tipos de cambio pueden responder a las exigencias del mercado, dará lugar a un aumento del tipo de cambio, es decir, la moneda se depreciará. La depreciación de la moneda nacional va a provocar un doble movimiento de las relaciones consideradas:

- 1) En primer lugar, va a desplazar la función de balanza

de pagos hacia la derecha, ya que el tipo de interés necesario para nivelar el sector exterior (atrayendo importaciones de capital que compensen los pagos de derivados del incremento de las importaciones corrientes que ha generado el aumento de la demanda interna) será menor.

- 2) Además, producirá un desplazamiento expansivo, hacia la derecha, de la curva IS, debido al aumento de las importaciones corrientes y a la disminución de las exportaciones, que propicia el nuevo tipo de cambio, lo que hace disminuir la renta y que el tipo de interés necesario para alcanzar el nivel de equilibrio sea mayor.

Luego, el efecto inicial de las medidas expansivas de política fiscal se ve reforzado por la acción del sector exterior (caso opuesto al que se producía cuando la pendiente de la curva LM era mayor que la pendiente de la recta de equilibrio externo).

La curva IS seguirá desplazándose hasta que el déficit de la balanza de pagos se anule, es decir, que aumentará aún más la renta y el tipo de interés de lo que inicialmente lo hizo, al expansionar la demanda mediante las medidas de política fiscal.

Sistema de tipos de cambio fijos

Si los tipos de cambio, por el contrario, son fijos el déficit producido por la expansión de la demanda no va acompañado por la depreciación cambiaria contemplada en el apartado ante-

rior, sino que se va a producir una disminución de la base monetaria que originará la reducción de la oferta monetaria, lo que tendrá su traducción en un desplazamiento de la curva LM hacia la izquierda con lo que aumentarán los tipos de interés (incrementándose las importaciones de capital) y la renta real se verá reducida (y con ella las importaciones de bienes y servicios) hasta que quede anulado el déficit inicial.

Así el efecto inicial de la política fiscal expansiva se ve contrarrestado parcialmente por el sector exterior (al contrario de lo que se producía cuando la pendiente de la curva de equilibrio en el mercado monetario, LM, era mayor que la recta de equilibrio de balanza de pagos).

Resumiendo, según sea el valor relativo de las pendientes de la curva LM y de la recta de equilibrio externo, las medidas fiscales expansivas dan lugar a un superávit o un déficit de la balanza de pagos, con lo que los efectos "secundarios" del mercado exterior sobre la economía son diferentes:

Al efecto expansivo de las medidas de política fiscal se sumará un efecto expansivo propiciado por el sector exterior en los dos casos siguientes:

* Cuando existiendo un sistema de tipos de cambio flexibles en la economía, la pendiente de la curva LM sea menor que la pendiente de la recta de equilibrio externo, y el efecto expansivo provoque un déficit de balanza de pagos que pueda ser corregido mediante la depreciación de la moneda.

* Cuando la economía se desarrolle en un sistema

de tipos de cambio fijos y la pendiente de la curva LM sea mayor a la pendiente de la recta de equilibrio externo, ya que la expansión de la demanda agregada provocará un superavit de la balanza de pagos para cuya corrección (al no poder variarse el tipo de cambio) habrá que incrementar la demanda.

Por el contrario, el efecto expansivo de la política fiscal se verá neutralizado, parcial o totalmente, por el efecto contractivo propiciado por el sector exterior en los siguientes casos:

* Cuando existan tipos de cambio flexibles en la economía pero la pendiente de la curva LM sea mayor a la pendiente de la recta de equilibrio externo, ya que en este caso el efecto expansivo inicial provoca un superavit que será eliminado mediante la apreciación de la moneda.

* Si la economía se desarrolla en un sistema de tipos de cambio fijos, pero la pendiente de la curva LM es menor que la pendiente de la recta de equilibrio externo, ya que el déficit de balanza de pagos generado por la expansión de la renta sólo puede neutralizarse mediante su posterior restricción.

Respecto a la política monetaria tendremos que considerar los siguientes casos:

* Tendrá un efecto positivo si la economía se desarrolla en un sistema de tipos de cambio flexibles.

* Es totalmente ineficaz (a medio y largo plazo) en el caso de que la economía mantenga un sistema de tipos de cambio fijos, y el gobierno no esté dispuesto a "esterilizar", a través de acciones sobre la oferta monetaria, los efectos derivados del sector externo.

Sin embargo, el análisis desarrollado hasta este momento debe enfrentarse a otras limitaciones que hacen aún más difícil su aplicación, al no poderse garantizar, salvo en circunstancias excepcionales, la combinación de políticas monetaria y fiscal necesaria para el ajuste. Las principales limitaciones del análisis serían:

- Las políticas monetarias y fiscales no son independientes entre sí, por lo que resulta difícil de mantener en el tiempo medidas de signo contrario, expansivas y restrictivas, ya que los efectos de unas sobre las otras introducirían tantas incertidumbres en los resultados obtenidos que haría casi imposible establecer el grado de eficacia respectivo.

- Los incrementos en las importaciones de capital que se obtienen aumentando el tipo de interés de la economía serán "únicos", es decir, que no se generaría un flujo de importaciones como consecuencia de la elevación del tipo de interés, si no que se atrae un volumen de importaciones indeterminado (en función de las condiciones de rentabilidad, riesgo, etc. existentes a nivel internacional), que vendrá dado por el volumen de liquidez que pueda existir disponible más lo invertido en aquellos

activos que resultan tan poco rentables (comparativamente) que a sus poseedores les resulta más beneficioso venderlos para adquirir nuevos activos al nuevo tipo de interés. Lógicamente, este flujo de capitales no tiene por que se repetirse posteriormente, por encima de un flujo normal de capitales, salvo que nuevamente se modifique el tipo de interés nacional, o varíe el tipo de interés internacional, modificándose las condiciones relativas del mercado. Puesto que el déficit comercial se repetirá periodo tras periodo si no es corregido mediante actuaciones en el mercado de bienes y servicios las importaciones de capital no servirían para neutralizar de forma permanente el déficit de la balanza de pagos.

- El recurso continuado a las importaciones de capital implica un endeudamiento creciente del país que lo experimenta y supone una transferencia de la propiedad de los activos nacionales hacia individuos no residentes en el país, siendo una medida que no puede utilizarse ilimitadamente, como se indicó en el capítulo segundo, por los efectos que puede tener sobre la distribución de la carga que conlleva la devolución, en su caso, de dicha deuda (y que deberá producirse salvo que se alcance una situación límite de quiebra del Estado emisor).

Por ello, dado que la combinación de medidas de política fiscal y monetaria, puede ser incapaz de lograr simultáneamente el equilibrio interno y externo, es necesario buscar otro tipo de medidas que neutralicen los efectos negativos que sobre los pagos exteriores tienen las mismas. Este nuevo tipo de medidas

de política económica son, como hemos visto, las que constituyen la política cambiaria, que fueron consideradas en el capítulo tercero.

A todo lo anterior hay que añadir que para conseguir el equilibrio externo, es decir, para ajustar la balanza de pagos de una economía, no basta conseguir un flujo de capitales que iguale los pagos y los ingresos derivados de las operaciones con el exterior, si no que será necesario (si se desea alcanzar un equilibrio estable, que se mantenga en el tiempo) realizar ajustes internos en la economía que incidan sobre las causas que generan los desequilibrios externos (e internos) que en ella se producen.

El problema del triple objetivo: Tipo de cambio fijo, diferencial de inflación nulo y tipo de interés compatible con el crecimiento sostenido y estable de la economía.

La integración de un país en un sistema monetario cuyo objetivo es lograr, en un plazo más o menos largo, la unión monetaria de los países que lo componen, lleva aparejado aceptar, hasta que ese objetivo se logre, un sistema de tipos de cambio fijos, o de ajuste restringido, respecto a las monedas del sistema, así como limita la utilización de la política cambiaria respecto a terceras monedas ya que, de forma indirecta, las modificaciones que se lleven a cabo en los cambios relativos a las monedas no integradas en el sistema van a transformarse en modificaciones en los valores de intercambio entre las monedas del mismo. Por lo tanto, lo que podía ser un instrumento de política económica que complementase a las políticas fiscal y monetaria se convierte, sobre todo cuando la moneda alcanza algún

nivel que las normas internas del sistema no le permiten rebasar, en un objetivo de las autoridades que se suma a los ya existentes, y que le va a obligar a adoptar medidas dirigidas a lograrlo, en detrimento de otros objetivos que, en caso de no pertenecer al sistema monetario, serían preferentes para las autoridades económicas. Además, a esto se suma la influencia que sobre la efectividad de las políticas económicas tiene la adopción de un sistema de tipos de cambio fijos, como hemos visto en los anteriores modelos en los que considerábamos la obtención simultánea de los equilibrios externo y de los mercados monetarios y de bienes y servicios.

El nivel de los precios internos de la economía, y su tasa de crecimiento, constituyen uno de los objetivos básicos que deben tener las autoridades ya que el fenómeno inflacionario, como se indicó al principio del presente trabajo doctoral, tiene importantes efectos indeseables, que se autoalimentan en el tiempo, que debe procurarse eliminar. Sin embargo, las políticas de rentas u otro tipo de medidas dirigidas a modificar los precios internos (o los precios de las importaciones en el interior del país), pueden servir para lograr alguno de los objetivos de las autoridades económicas, que permitirían un determinado nivel de inflación (o de deflación) de precios si ello servía para lograr más fácilmente alguno de los objetivos señalados. Así, un crecimiento moderado de los precios, o de alguno de los precios, atraería recursos ante la perspectiva de unos mayores beneficios. La disminución de los precios internos mejora la competitividad de los productos que se exportan y hace perder atractivo a las importaciones (en los casos que los gustos de los consumidores se vean fuertemente influidos por el

precio que pagan más que por otros aspectos del producto). La implantación de un sistema monetario exige que se reduzca la diferencia entre la tasa de crecimiento de los precios entre los países que componen el mismo para reducir así la diferencia de competitividad externa de la economía que consideramos respecto a los demás países del sistema, ya que la utilización de medidas cambiarias está restringida al mínimo por las normas que regulan el funcionamiento del sistema monetario. Respecto a terceros países, dada la estructura fija de los cambios, toda diferencia del nivel de inflación de un país respecto a los demás se traduce en una pérdida de competitividad que es aprovechada por otros países que mantienen una tasa de inflación menor.

Por lo tanto, la utilización de los precios como instrumento de política económica queda todavía más restringida que en condiciones normales cuando un país se adhiere a un sistema monetario. Las consecuencias que se derivan de la prioridad que debe darse a la lucha contra la inflación en un sistema de tipos de cambio fijos, en los que la posición relativa respecto al resto del mundo no puede ser alterada por otros medios, son lo suficientemente importantes como para que se adopten las medidas previas a la integración que permitan una tasa de crecimiento, no generadora de inflación, suficiente para absorber el posible desempleo existente (nuevamente surge el problema de la estanflación, que la integración en el sistema no va a mejorar) y lograr alcanzar tasas de crecimiento similares a las que mantienen los demás países. El logro de todo ello obliga, como sucedía al considerar a los tipos de cambio como un objetivo de política económica, y no como un instrumento, a dedicar a las

políticas fiscal y monetaria a alcanzar de forma preferente la reducción de los diferenciales de inflación y, al mismo tiempo, lograr (aunque de forma más lenta) un incremento de los niveles de desempleo de los factores productivos.

Sin embargo, muchos autores, cuya opinión comparto, considerarían que el no dar prioridad a reducir los diferenciales de inflación, aún no existiendo otras causas que lo aconsejen, como la que estamos considerando, supone un error de las autoridades económicas, por lo que la pertenencia o no a un sistema monetario no debe dar lugar a mayores medidas dirigidas a reducir la inflación respecto a los niveles de los demás países distintas, o en mayor grado, que las que ya debían venirse practicando, y lo único que implica dicha pertenencia es que las autoridades del país no podrán relajarse en la consecución de ese objetivo dadas las exigencias de la participación en el mismo.

Los tipos de interés, por último, han constituido una pieza clave en la articulación de las políticas económicas. En el mercado monetario, el mismo sirve para atraer o detraer el volumen de crédito y como fuente de referencia de la preferencia por la liquidez de la economía. Su consideración de recompensa por no atesorar ya ha sido ampliamente desarrollada en el segundo capítulo, en el que veíamos su influencia en la oferta monetaria. Su capacidad como instrumento de política cambiaria creo que ha queda patente en los casos anteriores, en los que regulaba el saldo neto de importaciones de capital (con las salvedades que he realizado al finalizar el análisis), supuesta una libertad en el movimiento de capitales y una movilidad casi absoluta de los mismos. En el mercado de bienes y servi-

cios los tipos de interés influyen sobre el ahorro global de la economía (y a largo plazo podrían tener influencia sobre la propensión marginal al ahorro, y en definitiva sobre la del consumo) y también lo hacen sobre la tasa de inversión existente en la misma, así como en el coste que tiene para la economía el nivel de endeudamiento público y su traducción, tarde o temprano, en medidas tributarias.

Como indicaba en el capítulo segundo, no es posible controlar de forma simultánea la cantidad de dinero de la economía y el tipo de interés (salvo que se pretenda que ambas variables tengan movimientos compatibles), siendo éste último una variable operativa para lograr objetivos de política económica tanto en el ámbito interno como a nivel exterior. Una vez que el tipo de cambio no puede variar en la forma que las autoridades desearían, y reducir los diferenciales de inflación respecto al exterior se convierte en un objetivo primordial de la política económica, el tipo de interés, si se incrementa, sirve para dos objetivos primordiales:

- * Atraer capitales que compensen el saldo negativo que pudiera existir en la balanza corriente.

- * Restringir el crédito interno, limitando las tensiones inflacionistas de la economía.

No obstante, la utilización del tipo de interés como único instrumento de política económica puede provocar tensiones en el tipo de cambio debido a la entrada de capitales que, a su vez, van a incrementar la base monetaria de la economía y provocar tensiones inflacionistas. Por lo tanto, una vez compensa-

do el posible déficit comercial, la afluencia de capitales puede tener efectos negativos sobre las variables que se pretende controlar (lo que parece haber sido olvidado en muchas ocasiones). A lo anterior se suma el hecho de que la escalada de los tipos de interés de un país para compensar sus desajustes internos va a tener una respuesta similar de otros países que, o bien tienen los mismos problemas que el país considerado, o bien pretende no llegar a tenerlos, con lo que se reproduce con los tipos de interés la "guerra" que se desarrolló con los tipos de cambio en el periodo de entreguerras; la única diferencia es que el "campo de batalla" se ha trasladado del sector real de la economía al sector monetario, siguiendo la evolución experimentada por la propia economía, en la que, en los últimos tiempos, predominan los efectos monetarios sobre los reales. El efecto que estas medidas tienen sobre los países endeudados en vías de desarrollo y subdesarrollados no precisa de un mayor detalle en este trabajo.

El problema que se deriva de esta "competencia internacional" respecto a los tipos de interés es que los mismos pasan de ser un instrumento a constituirse en un objetivo que es necesario alcanzar para mantener las condiciones en la que la economía se está desarrollando, no pudiendo variar su magnitud sin provocar desequilibrios no ya en los otros dos objetivos considerados (los tipos de cambio, que crearán tensiones sobre la moneda, que tenderá a apreciarse, si los aumentamos o se mantienen al nivel existente; y la tasa de inflación, que se incrementará si se decide disminuir los tipos de interés), si no que se habrán introducido desajustes en la economía que, salvo que se hayan utilizado otras medidas de política económica para

corregirlos, harán inoperante la variación de los mismos, ya que su modificación agravará de forma importante unos, sin remediar los otros.

Las soluciones al problema planteado, de unos tipos de cambio fijos y una tasa de inflación moderada como objetivos de política económica, justo a unos tipos de interés que pasan de ser instrumentos de política económica para convertirse en objetivos intermedios, o incluso finales de esa política, deben encontrar su solución en la adopción y combinación de las siguientes medidas:

- * La instrumentación de políticas fiscales que se combinen con la utilización del tipo de interés, medida monetaria, en la obtención de los objetivos de política económica, dentro de una coordinación de los países del sistema económico al que, supuestamente, pertenece el país considerado.

- * La determinación de una tasa común de inflación para el conjunto de los países que forman el sistema monetario, y que la misma se mantenga a niveles mínimos que permitan mantener, e incluso aumentar, la posición relativa del grupo respecto a terceros países, así como que no introduzca distorsiones en el funcionamiento tanto de la economía del conjunto como de cada una de las "regiones" que lo componen.

- * La introducción de una moneda común para todos los países, que coexista con las monedas nacionales de cada uno de los mismos, o que las sustituya (este punto nos lleva a considerar uno de los aspectos más

controvertidos, por afectar de forma más directa a la soberanía de los países, y es la opción entre una moneda "común" y una moneda "única").

La utilización de políticas sectoriales, coyunturales y de carácter estructural, serán lógicamente necesarias para lograr la mayor homogeneidad posible entre los países que intentan alcanzar una unidad económica. Estructuras empresariales competitivas, mercados de trabajo dinámicos, etc. deberán lograrse previamente de alcanzar el objetivo planteado. Sin embargo, cualquiera que sea la combinación de políticas elegida es indudable que la optimización de sus esfuerzos va a exigir la total liberalización del movimiento de capitales, y la de otros factores productivos, dentro del ámbito comunitario, para evitar distorsiones indeseables en la economía. Asimismo, la existencia de un banco central no puede ser cuestionada si se desea lograr esa unidad económica, de la que el aspecto monetario es un componente esencial, si bien su creación podrá ser diferida en el tiempo en la medida que no se logre la debida coordinación de las políticas económicas, es decir, en la medida que el avance hacia la unidad económica fracase (total o relativamente).

Todos estos puntos, y en particular los relativos a la necesidad de establecer una moneda y un banco central "únicos", son objetivo de desarrollo en la segunda parte de este trabajo doctoral, en el que se analizará la integración de España en el Sistema Monetario Europeo y la evolución hacia la Unidad Monetaria y Económica de los países europeos comunitarios.

CAPITULO QUINTO

EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO (SME)

El Sistema Monetario Europeo (SME)

A lo largo de los capítulos anteriores hemos analizado, al menos someramente, los diferentes problemas que un país va a tener para lograr una estabilidad de su economía, que le permita un crecimiento continuado de la misma sin crear tensiones en los diferentes ámbitos de la misma. Asimismo, hemos considerado tres variables determinantes para este proceso, los precios, las tasas de interés y los tipos de cambio, y como su variación tiene efectos importantes en los distintos segmentos de la economía como para que los mismos sean considerados conjuntamente.

La Comunidad Económica Europea, consciente de sus indeseables efectos, dió prioridad dentro de sus objetivos a la lucha contra la inflación, y consideró que la estabilidad nominal de los tipos de cambio eran un factor que contribuiría al logro de ese objetivo. Para lograr esta estabilidad cambiaria, y tras la implantación, como veremos en la segunda parte de este trabajo doctoral, de diversos sistemas que no tuvieron demasiado éxito, instauró, en 1.979, el denominado Sistema Monetario Europeo.

El Sistema Monetario Europeo se constituyó tras su asentamiento en uno de los marcos de referencia más relevantes para los avances en el campo de la unificación económica europea, y

en particular en lo referente a su aspecto monetario, y su propia existencia ha tenido efectos en el proceso de unión monetaria que la Comunidad Europea ha puesto en marcha, y que junto a los aspectos que han condicionado tanto la estructura y componentes del propio Sistema Monetario Europeo, como la evolución experimentada en el ámbito monetario de la Comunidad Europea, se detallarán en la segunda parte del presente trabajo.

Por lo tanto, en estos momentos, el análisis se centrará en determinar cuales son los componentes del Sistema Monetario Europeo, y su funcionamiento, sin detenerme a analizar las razones por las que dichos componentes son esos y no otros, y por que se articulan de una manera y no de otra, ya que, en la mayoría de los casos bastará una simple referencia a la etapa en que se desarrollaron para, una vez vista la misma, poder comprenderlo.

El Sistema Monetario Europeo nacido el 13 de marzo de 1979 constituye un marco armónico dirigido a lograr establecer una zona de estabilidad duradera y eficaz en el ámbito de la Comunidad Económica Europea, perfeccionando el mecanismo existente hasta ese momento (la "serpiente monetaria") y establecer, imitando el sistema de los Derechos Especiales de Giro (DEG) del Fondo Monetario Internacional, una "cesta de monedas" en la que se incluyan las divisas de los países comunitarios. Para el logro de este objetivo el sistema se estructura en un mecanismo de tipos de cambio fijos, pero de paridad ajustable, en el que se admite una fluctuación restringida; respaldado todo ello por una creciente coordinación de las políticas económicas, en particular las de carácter monetario.

das que los países deben tomar para corregir sus desequilibrios sin la libertad en el manejo de los tipos de cambio.

La existencia simultánea de una unidad monetaria común y de unas reglas sobre tipos de cambio refleja la falta de acuerdo sobre si el establecimiento de una zona de estabilidad monetaria exigía la implantación de una moneda única, o si era preferible fijar los tipos de cambio de forma irreversible. Además, dado que, realmente, ninguna de las dos opciones se plantearon hasta la firma de los Acuerdos de Maastricht, lo que se reflejaba era la falta de confianza en el sistema naciente, y el hecho de que los países participantes en el mismo no querían tomar una decisión de tal trascendencia, de la que no pudieran "escapar" de producirse su posible fracaso. Otros países, como el Reino Unido, nunca confiaron en la viabilidad del sistema, y sin embargo, gracias a la persistencia de los países que sí decidieron participar en el mismo, no sólo se superaron los obstáculos, si no que se contribuyó con la estabilidad lograda a poder abordar otros objetivos más ambiciosos.

La Unidad de Cuenta Europea (ECU)

En la Resolución del Consejo Europeo de 5 de diciembre de 1.978, relativa a la instauración del Sistema Monetario Europeo (SME), se determina que el elemento central del mismo estará constituido por una unidad monetaria europea (el ECU), que se utilizará:

- a) Como numerario en el que se denominarán los mecanismos de cambio.

b) Como base para el establecimiento del indicador de divergencia.

c) Como denominador de las operaciones que entran en el ámbito tanto del mecanismo de intervención, como del mecanismo de crédito.

d) Como medio de pago entre las autoridades monetarias de la Comunidad Europea.

Las dos últimas funciones señaladas quedarán más claramente reflejadas en los apartados en los que se analizan los mecanismos de crédito e intervención y las facilidades crediticias, así como la estructura y funciones del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria y la creación y utilización privada de ECUs. Sin embargo, resulta conveniente considerar en este momento del análisis las dos primeras funciones del ECU que se han expuesto en el punto anterior.

El ECU como numerario de los mecanismos de cambio

Para poder analizar la función del ECU como numerario de los mecanismos de cambio (que determinaremos en el apartado relativo a este segundo componente el Sistema Monetario Europeo), resulta necesario considerar previamente de forma detallada la composición y características específicas que van a diferenciar al ECU de una moneda nacional.

Valor externo y valor interno del ECU

El ECU está compuesto por porcentajes determinados de cada una de las monedas comunitarias, es decir, se forma adicionando

diferentes cantidades de cada una de estas monedas en función de ciertos parámetros que detallaremos más adelante, por lo que el ECU constituye lo que se denomina una "cesta de divisas" (86), de forma que al analizar su valor nos vemos obligados a considerar no solo su valor externo, como haríamos con una moneda cualquiera, si no también su valor interno.

El valor externo del ECU vendrá dado, como para cualquier moneda, por su valor de mercado o valor corriente, es decir, su cotización. Dicho valor externo es calculado diariamente por la Comisión, tomando como base la cotización existente a las 14,30 horas, y publicado en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas. Sin embargo, como es lógico dicho valor externo estará determinado, además de por factores de estabilidad o confianza diferentes a los de las monedas que lo componen, por la evolución que experimenten en sus cotizaciones respectivas las monedas que forman la "cesta".

El valor interno del ECU lo constituye su relación con respecto a las monedas comunitarias que componen la "cesta". Este valor interno será su valor oficial o pivote-ECU y, lógicamente, vendrá determinado por la diferente participación de las monedas en dicha "cesta". Esta participación puede considerarse desde dos puntos de vista diferentes: su porcentaje en el mismo o la cantidad de cada moneda que hay en un ECU (87).

Determinación del valor interno del ECU: Los "Porcentajes y las Cuantías".

Atendiendo a la composición de la "bolsa de divisas" que determinan el ECU, deberemos distinguir dos aspectos esenciales en la misma:

* Los PORCENTAJES, o PROPORCIONES, de participación de cada moneda en el ECU. Es decir, el peso relativo que cada moneda tiene en la "bolsa de divisas".

Este peso porcentual que cada moneda representa en el ECU tiene un carácter fluctuante ya que se ve alterado diariamente por las variaciones en las cotizaciones del mercado. Así, cuando una moneda se deprecie con respecto a las demás monedas de la "cesta", su peso relativo en el ECU se verá reducido, y de igual modo, este porcentaje se incrementará cuando dicha moneda se aprecie respecto a las demás.

Asimismo, tanto en el momento de la implantación del ECU, en 1.979, como en las revisiones que ha experimentado en su evolución, se procedió a establecer unos porcentajes de cada moneda atendiendo a criterios objetivos basados en la participación relativa de cada país en las siguientes variables:

- El Producto Nacional Bruto comunitario.
- El Comercio Exterior intracomunitario.
- Las cuotas en el mecanismo de apoyo monetario a corto plazo, que mantiene cada país en el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM).

* Las CUANTIAS, o CANTIDADES, de cada moneda en el ECU.

Estas cuantías tienen carácter fijo para el pe

riodo de vigencia que se determine, y no se ven alteradas por las variaciones que experimenten los tipos de cambio de las monedas que componen la "cesta".

Sin embargo, el ECU está constituido por una "cesta abierta", ya que es posible alterar las cuantías de las monedas que lo componen.

La revisión de las cuantías puede realizarse, según se determina en el apartado 2.3 de la Resolución citada, en los supuestos siguientes:

- Cada cinco años, que comenzaron a contar desde septiembre de 1.979, en que se llevó a cabo un primer examen de los pesos de las monedas.

- Previa petición por parte de uno de los países miembros, si el peso de alguna de las monedas, a precios de mercado, varía en más del 25 % respecto a los pesos oficiales.

Al ser obligatoria tras la adhesión de nuevos países la participación de sus respectivas monedas en la "cesta de divisas" (no así la sujeción al mecanismo cambiario del Sistema Monetario Europeo), ésta debía provocar una modificación automática de las cuantías. Sin embargo, a través de los Tratados de Adhesión, generalmente en los protocolos adjuntos, como en el caso de España y Portugal en el que se incluía una declaración común "sobre la inclusión de la peseta y el escudo en el ECU", la misma se ha lle-

vado a cabo en el primer reajuste quinquenal siguiente a la adhesión.

Las revisiones habrán de ser comunmente aceptadas, y no producirán la alteración del valor externo del ECU, teniendo en cuenta en todo caso criterios de carácter económico:

- El valor externo del ECU, además de no variar respecto al del día inmediato anterior, debe estar respaldado convenientemente, a efectos de que tenga el comportamiento de una divisa fuerte (razón por la que se ponderan en mayor medida las monedas asimismo fuertes, como el marco alemán).

- Las fluctuaciones cambiarias exteriores no deben afectar de forma importante al ECU y, en ningún caso, más de lo que se vean afectadas las monedas que participan en el Sistema Monetario Europeo (siendo ésta la causa de una menor ponderación de las monedas que no participan en el mecanismo de cambios, y dentro de las que sí participan, de aquellas que mantienen un límite de fluctuación superior al general).

- A efectos de facilitar la utilización del ECU, deberá evitarse la modificación sustancial de su tipo de interés. Al venir el mismo determinado por los tipos de interés de los países cuyas monedas componen el ECU, pondera

dos en función de su participación relativa en el mismo, éste aspecto debe tenerse en cuenta a la hora de determinar las cuantías de cada uno de los países.

Logicamente, ambos conceptos que determinan la participación de las monedas comunitarias en el ECU, porcentajes y cuantías, están relacionadas entre sí a través de los tipos de cambio de cada moneda, y la elección de unos u otras para establecer dicha participación carece en principio de importancia, si bien suele responder a criterios de eficacia y claridad, en un intento de no confundir a los agentes económicos. Así, cuando se estableció el ECU, en 1.979, se mantuvieron las cuantías que existían en esos momentos para Unidad de Cuenta Europea (UCE), dentro del sistema de la "serpiente monetaria", variándose los porcentajes. En la primera modificación de las cuantías, que se llevó a cabo en septiembre de 1.984 (ya que aunque la adhesión de Grecia se produjo en 1.981, se decidió diferir la participación del dracma en el ECU hasta este momento) se dieron a conocer conjuntamente los pesos y las cuantías de las diez monedas. En la revisión quinquenal de 1.989 se incluyeron las monedas de los dos países que se adhirieron en 1.986, España y Portugal, y se optó por establecer en primer lugar los pesos o porcentajes, en junio, y posteriormente se fijaron las cuantías en función de las cotizaciones del 20 de septiembre de ese mismo año, para evitar al máximo que se produjesen distorsiones en los mercados de divisas (ver cuadros 1).

Como veremos al estudiar los mecanismos de cambio, este carácter de "costa de divisas" y las cuantías en que las monedas

participan en el ECU van a proporcionar importantes problemas que impiden un funcionamiento "neutro" del mismo respecto a su influencia sobre las monedas del sistema.

La expresión del valor oficial del ECU: Los "Pivotes-ECU".

La innovación que introdujo el Sistema Monetario Europeo, y que lo distinguía de los sistemas anteriores, fue el mecanismo de tipos de cambio e intervención, y dentro de éste el "indicador de divergencia" que se deriva del valor central oficial del ECU, que constituye su centro. Como se ha indicado en el punto anterior, el valor interno del ECU se establece al fijar, de forma irrevocable hasta que se cumplan las condiciones para su modificación, las cuantías en que las diferentes monedas participan en la "cesta de divisas", determinando su porcentaje "oficial" de participación, es decir, su peso relativo, mediante la relación que dichas cuantías tienen con los mismos a través de los tipos de cambio.

En la Resolución de 5 de diciembre, que instauro el Sistema Monetario Europeo, se establece que cada moneda tendrá un tipo central respecto al ECU, que servirán para determinar una "parrilla de paridades", con lo que se infiere que será el valor interno, u oficial, del ECU el que sirva de base para establecer los tipos de cambio centrales bilaterales entre las monedas del sistema. El acuerdo de los Gobernadores de Bancos Centrales de los Estados miembros de la Comunidad Europea, firmado el 13 de marzo de 1.979, por el que se fijan las modalidades de funcionamiento del Sistema Monetario Europeo, establecía que cada Banco Central participante comunicará al Comité de Gobernadores de Bancos Centrales el tipo de cambio de su moneda

respecto al ECU, siendo informados del mismo los restantes Bancos Centrales y la Comisión, correspondiendo al Comité Monetario, en función de lo que establece la Decisión del Consejo de 21 de abril de 1.980, aprobar la modificación.

Sin embargo, como veremos en el siguiente apartado, lo que ha sucedido en la realidad es que los tipos de cambio centrales de cada moneda respecto al ECU, que se conocen como "pivotes-ECU", y que constituyen el valor "oficial" del ECU, expresado en la moneda respectiva, se han obtenido basándose en las cuantías y en los tipos de cambio bilaterales centrales, es decir, en los "pivotes bilaterales".

Para obtener el valor del ECU expresado en una de las monedas que lo componen habrá que transformar las diferentes cuantías de cada moneda en su valor equivalente en la moneda elegida, utilizando para ello los "pivotes bilaterales", y sumar los resultados obtenidos, o bien establecer la regla de tres pertinente a través del porcentaje que la cuantía de la moneda representa dentro del ECU, teniendo en cuenta que las operaciones a realizar con los tipos de cambio centrales deben contemplarse con seis cifras significativas, es decir, tendrán tantos decimales como dígitos falten en la parte entera para llegar a seis (ver cuadro 2).

Todas las monedas comunitarias, tanto si el país participa o no en el mecanismo de cambios, tienen determinado un "pivote-ECU" o tipo de cambio central de esa moneda respecto al ECU, de cuya composición si forman parte. Los tipos de cambio centrales respecto al ECU, de acuerdo con lo visto anteriormente, sólo variarán en alguno de los dos casos siguientes:

* Cuando se proceda a realizar un reajuste de parí

dades entre las monedas que participan en el mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo, en el que pueden variar tanto dichos tipos centrales respecto al ECU como los tipos centrales bilaterales, en función de la causa de la tensión cambiaria.

* Por la participación en la "bolsa de monedas" del ECU de divisas que no están sujetas a la disciplina de cambios del sistema, de forma que si se modifica el tipo de cambio respecto al ECU de una de esas monedas "externas" al mecanismo de cambios se alterarán los restantes tipos centrales respecto al ECU, aunque no se haya acordado un reajuste de las paridades dentro del mismo.

Esto puede dar lugar bien a que los países participantes en el sistema acuerden proceder al reajuste, o bien a mantener la paridad entre las monedas participantes, permitiendo la devaluación, o revaluación, de la moneda que ha modificado su tipo central respecto al ECU. Aspecto éste, que se ve compensado por la posibilidad de los países participantes del Sistema Monetario Europeo de alterar la paridad central respecto al ECU de las monedas no sometidas al mecanismo de cambios, en función de la conveniencia para el mismo.

El ECU como centro del indicador de divergencia

El "indicador de divergencia", como se ha indicado en ocasiones anteriores, constituye la principal innovación del Sistema Monetario Europeo, al introducir una presunción de acción

por parte de los países que participan en él, y servir de referencia a los mecanismos de intervención establecidos en el mismo. El ECU, como base o centro de ese indicador de divergencia, adquiere así una relevancia que no poseían otras unidades de cuenta utilizadas hasta ese momento, y unas cualidades que lo diferencian de igual forma de una moneda común, ya que mientras una moneda nacional puede ejercer las tres funciones de unidad de cuenta, depósito de valor y medio de pago que realiza el ECU, servir de referencia para otras monedas sólo puede ser posible por una confianza total en las autoridades que emiten esa moneda, y en su comportamiento y respaldo, o por un acuerdo adicional entre los países que la adoptan como tal referente, y en la mayoría de los casos, por ambas.

Sin embargo, y precisamente por este factor diferenciador, para poder analizar la función del ECU como indicador de divergencia, resulta necesario considerar cual es su relación con las monedas que componen la "cesta de divisas", y la propia interrelación que guardan las mismas entre sí, lo que nos lleva a considerar los tipos de cambio bilaterales entre dichas monedas. Junto a los tipos de cambio de las mismas respecto al ECU, es decir su paridad o valor central, fijado oficialmente, y respecto al cual se establecerán las posibles desviaciones detectadas por el sistema del indicador de divergencia. A los tipos de cambio centrales bilaterales de las monedas del sistema, se les denomina "pivotes-bilaterales", al igual que a los tipos de cambio centrales de las monedas con respecto al ECU se les denomina "pivotes-ECU".

la paridad entre las monedas del sistema; Los "pivotes bilaterales" y la "parrilla de paridades"

En el momento de determinar las cuantías, o cantidades de cada moneda en el ECU, resulta necesario establecer el tipo de cambio "oficial" entre las mismas, es decir, su paridad o valor al que se presupone deberían ser intercambiadas dichas monedas para que sea indistinto disponer de una u otra divisa. Este tipo de cambio de paridad puede ser fijado directamente por mutuo acuerdo de las autoridades monetarias de los respectivos países que participan en el sistema, y como consecuencia de su combinación con las cuantías se obtendrían los pesos relativos o porcentajes de participación de cada moneda; o bien obtenerse indirectamente, al ser fijados primeros los pesos relativos y, en combinación con las cuantías respectivas, determinar los tipos de cambio de paridad.

El 13 de marzo de 1.979, para facilitar el tránsito entre el sistema de la "serpiente monetaria" y el Sistema Monetario Europeo, se decidió no modificar las cuantías que se había determinado en 1.975, dentro de dicho sistema, que ahora desaparecía, y se decidió utilizar los tipos de cambio como paso intermedio para establecer los pesos, o porcentajes de participación de las diferentes monedas, de acuerdo a las siguientes reglas:

* Para la lira italiana, el franco francés y la libra irlandesa, se tomaron los tipos de cambio correspondientes al 12 de marzo de 1.979, fecha en que fue firmado el Acuerdo de París por el que, tras solventar se el problema de los montantes compensatorios moneta

rios, se puso en marcha el Sistema Monetario Europeo.

Para la libra esterlina, ante su exclusión voluntaria del Sistema Monetario Europeo, se procedió a la asignación de unos "valores ficticios", siguiendo la misma pauta anterior.

* Las restantes monedas comunitarias participantes del mecanismo de la "serpiente monetaria" mantuvieron los tipos centrales que tenían en el mismo.

Con estos tipos de cambio centrales bilaterales y las cuantías se obtuvieron los porcentajes de participación iniciales (ver cuadro 1 a).

Sin embargo, en septiembre de 1.984, cuando se produjo la primera revisión de las cuantías, y se aprovechó para que el dracma griego pasase a formar parte de la "cesta de monedas", no se alteraron los tipos de cambio centrales (salvo en el caso del "ficticio" correspondiente a la libra esterlina) y, como ya se ha indicado en el apartado anterior, se dieron a conocer de forma conjunta los pesos y las cuantías de las diez monedas. En la segunda revisión de las cuantías, que sirvió para la incorporación de la peseta y el escudo a la "cesta de monedas", tampoco se modificaron los tipos centrales (con la excepción, nuevamente del relativo a la libra esterlina), y se optó por establecer en primer lugar los pesos o porcentajes, fijándose posteriormente las cuantías.

A estos tipos centrales bilaterales entre las diferentes monedas se les denomina "pivotes bilaterales" y representan los tipos de paridad, que una vez obtenidos, por alguno de los sis-

temas anteriormente citados, podemos cruzar (por ejemplo en un cuadro de doble entrada), determinando así lo que se conoce como la "parrilla de paridades" (ver cuadros 3), que servirá para observar la desviación de dos monedas entre sí, al incluir, en su versión completa, las fluctuaciones permitidas a cada una de ellas, y permitirá asimismo calcular cual el valor de esa desviación, pero no tendrá utilidad para determinar cual de las dos monedas es la que se está separando de la otra.

Sin embargo, la determinación de los "pivotes bilaterales", no pasa de ser la concreción de unos tipos bilaterales, y la "parrilla de paridades" su consideración multilateral, no aportando por sí solas, ningún aspecto esencial para el sistema de cambios, salvo en lo que a las reglas sobre su determinación se ha manifestado. Una vez determinada una paridad entre distintas monedas, podemos llegar a los mismos resultados de la "parrilla de paridades" aunque las mismas no pertenezcan a ningún sistema monetario. Por tanto, va a ser la consideración conjunta de los "pivotes bilaterales" y los "pivotes-ECU" de las diferentes monedas lo que nos proporcione la información suficiente para poder determinar no sólo si dos monedas están fluctuando una en relación a la otra, sino también cual es la moneda que está provocando esta fluctuación. La primera información nos la proporcionan los "pivotes bilaterales", al detectar la apreciación de una moneda respecto a otra u otras, sin embargo, cual es la moneda que está experimentando la fluctuación nos lo indica el "pivote-ECU" de la misma, al separarse de su valor central, ya que el mismo actúa como indicador de la divergencia que una moneda está experimentando respecto a todas las demás que componen el ECU (teniendo en cuenta que sólo refleja la separación

respecto a parte del ECU, ya que existe en el mismo un porcentaje de la propia moneda, respecto al cual, como resulta lógico, no puede separarse dicha moneda).

La **"parrilla de paridades"** que recoge los tipos de cambio centrales bilaterales entre las monedas del sistema, es decir, los "pivotes bilaterales", va a reflejar a su vez los límites de fluctuación que cada una de ellas tiene con respecto a los mismos, quedando así determinados los valores máximos y mínimos que cada moneda puede alcanzar respecto a las demás. Se compondrá de un número de paridades que estará determinado por el número de monedas que participan en el sistema, de acuerdo a la fórmula siguiente: $m \cdot (m - 1) / 2$, siendo "m" el número de monedas, de las cuales, la mitad son el inverso de otro tipo, en función de la moneda que se tome de referencia. En el caso de que las doce monedas estuviesen integradas en el sistema, el número de tipos de cambio centrales que compondrían la "parrilla" serían en total 132, siendo 56 los inversos de los otros 56. Esta "parrilla de paridades" junto a los "pivote-ECU" de las diferentes monedas y las reglas que determinan las condiciones en que dichas monedas pueden experimentar cambios respecto a los "pivotes bilaterales" y a su respectivo "pivote-ECU", y las medidas que los países deben adoptar cuando alcanzan, o se acercan, a esos límites de fluctuación constituyen el mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo.

El Mecanismo de Cambios e Intervención

Basado en los tipos centrales que hemos considerado en el apartado anterior, el Sistema Monetario Europeo incluye un conjunto de normas que limitan la actuación de las autoridades mo-

netarias nacionales sobre sus tipos de cambio y determinan las actuaciones que dichas autoridades económicas deben adoptar para mantener a sus respectivas monedas dentro de los márgenes acordados. Este mecanismo de cambios e intervención se estructura en tres niveles diferentes:

- * Unas **reglas de intervención obligatorias**, que están referidas a los tipos centrales bilaterales de la "parrilla de paridades".

- * Una **intervención intramarginal**, basada en la utilización del "indicador de divergencia", que afectará a aquella moneda que se desvíe de su valor central respecto al ECU, es decir, que diverga respecto al resto de las monedas del sistema.

- * La **modificación de los tipos centrales**, cuando no sea posible mantener alguna de las monedas dentro de los límites establecidos, pese a las intervenciones de las autoridades económicas.

Reglas de intervención obligatoria

La Resolución de 5 de diciembre de 1.978 establece que al rededor de los tipos centrales bilaterales, que indican las paridades de las monedas que participan en el Sistema Monetario Europeo, se fijarán unos márgenes de fluctuación de $\pm 2,25\%$. Sin embargo, se exceptúa de este límite a los Estados miembros de la Comunidad que, en esos momentos, mantuviesen a sus monedas en un régimen de flotación libre, es decir, los que no se habían incorporado al sistema de la "serpiente monetaria" los cuales podrán optar por otros márgenes más amplios, con el li-

mite del $\pm 6\%$, que deberán reducir progresivamente, a medida que lo permitan las condiciones económicas (si bien en estos años, los países que se han incorporado al mecanismo de cambios han optado por integrarse con el límite amplio de fluctuación y cuando han decidido reducirlo lo han hecho de golpe, desde el 6% al $2,25\%$). Asimismo, determina que cualquier Estado miembro que no participe en un principio en este mecanismo podrá hacerlo posteriormente cuando lo desee.

Las intervenciones en los mercados de divisas dirigidas a mantener a una moneda dentro de los límites de fluctuación permitidos se realizará, en principio, en moneda de los países que participan en el Sistema Monetario Europeo, siendo obligatoria y de carácter ilimitado cuando se alcancen los puntos de intervención definidos por los márgenes de fluctuación.

Una vez conocidos los pilares en que se basan las reglas de intervención obligatoria (por un lado, los tipos de cambio centrales bilaterales y los márgenes de fluctuación, determinando todo ellos la "parrilla de paridades"; y por otro la intervención obligatoria e ilimitada, en monedas de países que participen en el sistema), resulta imprescindible conocer como se calculan dichos márgenes de fluctuación, así como quedan determinados en función de las posiciones relativas de las monedas.

Los márgenes de fluctuación

Los márgenes de fluctuación determinan, como ya se ha indicado, los límites inferior y superior de intervención obligatoria en los mercados de divisas, y se incluyen dentro de la "parrilla de paridades" a efectos de que quede determinada exactamente la fluctuación máxima que, en uno o en otro sentido, pue

de experimentar una moneda respecto a las demás.

Sin embargo, como se indicó al explicar la composición de la "parrilla de paridades", cada tipo de cambio queda reflejado en la misma dos veces, en función de la moneda que tomemos de base para definirlo, y esto obliga a ajustar los cálculos de márgenes de fluctuación, a efectos de que el límite inferior de una moneda respecto a otra coincida exactamente con el límite superior de esta segunda respecto a la primera, no siendo posible aplicar de forma directa el porcentaje del 2,25 %, o del 6 %, en su caso, a los tipos de cambio centrales (ver el cuadro explicativo 4). Para obtener el límite superior efectivo de una divisa respecto a otra bastará multiplicar su tipo de cambio central bilateral por una cantidad fija, que será distinta en función del porcentaje de fluctuación que le sea permitido mantener respecto a la misma. Para obtener el límite inferior de fluctuación se deberá dividir el tipo de cambio central bilateral por esa misma cantidad constante. Estas cantidades constantes son las siguientes:

* Para una fluctuación del $\pm 2,25 \%$: 1,022753

* Para una fluctuación del $\pm 6 \%$: 1,061798

* Para cualquier otra fluctuación:

La que se obtenga como raíz positiva de la ecuación:

$$F^2 - b F - 1 = 0$$

Siendo "b" la amplitud total de la banda de fluctuación máxima permitida a la moneda con

un mayor margen de variación, medida en tanto por uno.

Sin embargo, el hecho de que no pueda aplicarse directamente el margen de fluctuación al tipo central bilateral y que su valor sea distinto al que se obtendría de hacerlo así implica que en realidad los límites de apreciación y depreciación de la moneda no estén situados en ese porcentaje, y sea necesario un nuevo ajuste, si queremos determinar cuales son estos porcentajes (ver cuadro explicativo 5). Estos límites de fluctuación en términos porcentuales serán los siguientes:

* Para una banda de fluctuación del $\pm 2,25\%$:

LIMITE DE APRECIACION: 2,2753093

LIMITE DE DEPRECIACION: 2,2246907

* Para una banda de fluctuación del $\pm 6\%$:

LIMITE DE APRECIACION: 6,1798383

LIMITE DE DEPRECIACION: 5,8201617

* Para cualquier otra fluctuación:

- Para el LIMITE DE APRECIACION, el resultado que se obtenga como raíz positiva de la ecuación:

$$A^2 + (2 - b) \times A - b = 0$$

Siendo "b" la amplitud total de la banda de fluctuación máxima permitida a la moneda con

un mayor margen de variación, medida en tanto por uno.

Para el LIMITE DE DEPRECIACION, la diferencia entre la amplitud total "b" y el resultado que se obtenga al resolver la ecuación anterior:

$$D = b - A$$

Teniendo en cuenta las reglas anteriores ya es posible establecer la "parrilla de paridades" a partir de los tipos de cambio centrales bilaterales, o "pivotes bilaterales" de las monedas del sistema, que tendrá tantas filas y columnas como monedas participen en el mismo, como ya se ha indicado en los puntos anteriores, de acuerdo a la fórmula siguiente: $m \times \frac{m-1}{2}$, siendo "m" el número de monedas, siendo la mitad de los tipos de cambio los inversos de otro, en función de la moneda que se tome de referencia, siendo coincidentes los límites inversos de intervención de dos monedas entre sí al haberse realizado en cada caso los ajustes indicados en las reglas anteriores.

Los límites de fluctuación efectivos

Las reglas que hemos visto en el apartado anterior determinan los esquemas de fluctuación en los que se mueven dos monedas del sistema. Sin embargo, el funcionamiento real del mecanismo de cambios de la "parrilla de paridades" está determinado por dos aspectos esenciales que se vienen a sumar a las reglamentaciones anteriores:

* La existencia de diversas monedas.

* El mantenimiento de distintas bandas de fluctuación.

La existencia de diversas monedas

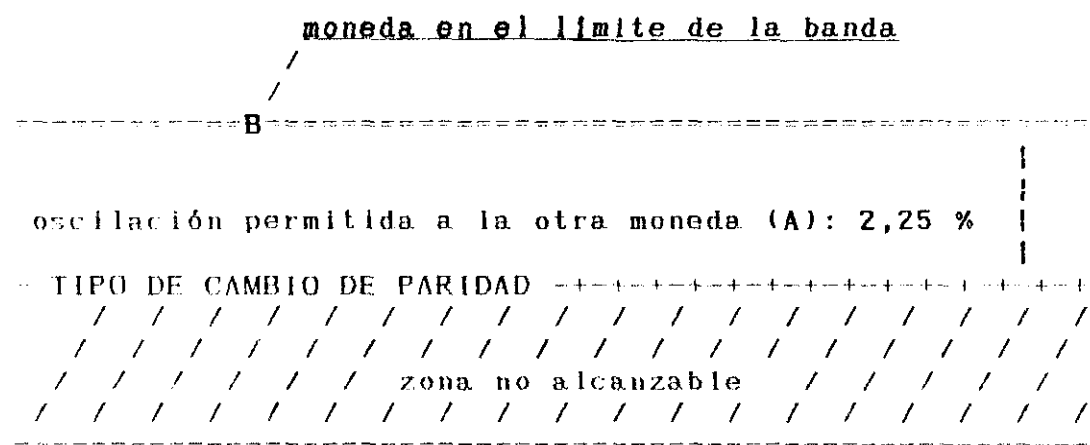
La participación de varias monedas en el sistema de cambios da lugar a que entre las mismas se produzcan relaciones cruzadas que afectan a la posibilidad real de fluctuación de todas ellas en un momento dado. Para dejar claro como se produce esta interrelación vamos a ir poniendo ejemplos que reflejen las posibilidades de fluctuación de dos monedas para el caso genérico de una banda de fluctuación del 2,25 %, y posteriormente introduciremos un número mayor de las mismas, a efectos de apreciar cuales son las distorsiones que se producen. En todos los casos vamos a considerar los porcentajes teóricos de fluctuación del 2,25 %, ya que considerar los límites de apreciación reales, de los que hemos hablado en el punto anterior introduciría un confusionismo a la hora de exponer los argumentos y en nada variarían los resultados obtenidos.

SISTEMA CON DOS MONEDAS

Si solamente existiese una moneda que fluctuase de acuerdo con las reglas determinadas en los puntos anteriores respecto a su tipo de cambio central con el ECU (ya que no existirían en este caso tipos de cambio bilaterales) las posibilidades de movimiento que tendrían comprenderían una revalorización de hasta el 2,25 % y una depreciación en el mismo porcentaje, pudiéndose desplazar libremente por toda la banda de fluctuación, siempre que se mantuviese dentro de esos límites, con lo que su posible desplazamiento sería siempre del 4,5 %. Sin embargo, si

introducimos una segunda moneda, esta libertad de movimientos queda restringida al tener ahora que atenerse a las reglas que determinan los límites de fluctuación respecto a otra moneda, o lo que es lo mismo el mecanismo de la "parrilla de paridades". Considerando la existencia de únicamente dos monedas, la posición que una de ellas ocupe dentro de la banda de fluctuación va a determinar los límites al movimiento de la otra. Vamos a suponer que se dan los siguientes casos:

1) La segunda moneda se sitúa en el límite superior de fluctuación respecto a la otra, es decir, está apreciada en el nivel máximo posible.



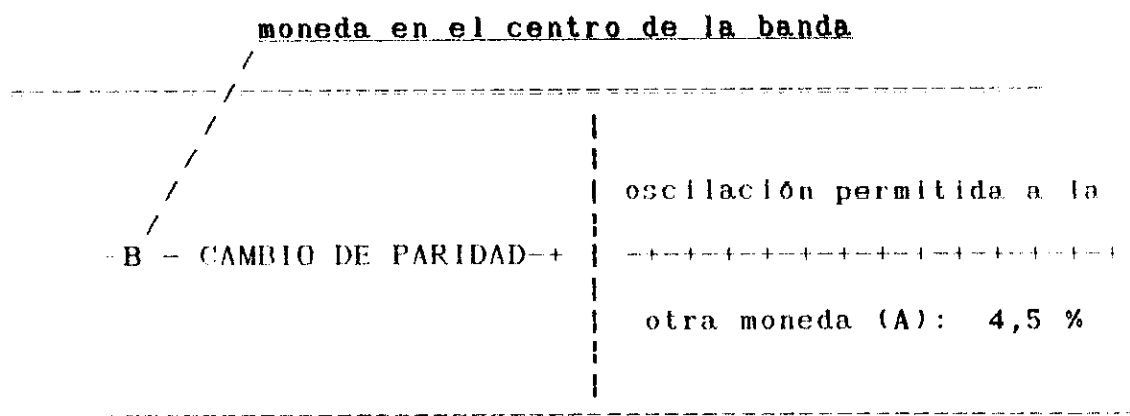
La primera moneda sólo podrá desenvolverse en la mitad de la banda de fluctuación, ya que si superase el nivel central de la misma, aunque con respecto a su tipo de cambio central podría hacerlo, estaría fuera del límite de depreciación permitido respecto a la nueva moneda, y las autoridades del país en cuestión (ya que suponemos que el otro país está tomando las medidas necesarias para no sobrepasar asimismo su propio límite) se verían obligadas a intervenir en los mercados para

Impedir dicha depreciación de su moneda.

La moneda inicial habría visto reducido su margen de maniobra a la mitad.

Logicamente, el mismo razonamiento puede realizarse, cambiando los términos, si consideramos que la segunda moneda ocupa el límite inferior de la banda de fluctuación.

2) La segunda moneda se sitúa en su nivel de paridad, es decir, en el centro de la banda de fluctuación



Mientras que esta situación no varíe, la moneda inicial podrá situarse en cualquier punto de la banda de fluctuación, recuperando la libertad de movimiento que tenía cuando no existía la segunda moneda, lo que significa que las monedas situadas en el centro del mecanismo de cambios tienen un efecto neutro para el mismo, desde el punto de vista de la "parrilla de paridades".

3) La segunda moneda se sitúa en un punto cualquier

moneda

1 % /

1,25 % B

oscilación permitida

a la otra moneda (A)

CAMBIO DE PARIDAD

3,25 %

zona no alcanzable

límite de fluctuación determinado
por la posición de la moneda B

Sin embargo, sólo podría moverse en la parte inferior de la banda si no se separaba del centro más de un punto porcentual, ya que en caso contrario superaría el margen de fluctuación respecto a la segunda moneda.

307

SISTEMA CON TRES O MAS MONEDAS

Una vez considerados los tres casos anteriores, podemos introducir una tercera moneda, y utilizando el mismo esquema considerar las posiciones que la última moneda puede ocupar observar los efectos que produce en las posibilidades de fluctuación de las dos monedas iniciales. Para ello, deberemos tener en cuenta la posición relativa que puede adoptar la misma respecto a cada una de ellas, si bien no consideraremos la influencia de la moneda inicial en la nueva moneda introducida, ya que lo que se pretende es comprobar como afectará la existencia de la nueva moneda en la libertad de movimiento que tenía la moneda inicial cuando sólo existían dos monedas y, en algunos casos, como se ve igualmente afectada la segunda moneda. Así tendremos:

1) A partir de la situación considerada en primer lugar en el caso de dos monedas, en el que una de las monedas se situa en el margen superior de la banda de fluctuación, observamos los casos siguientes:

<u>monedas en el límite de la banda</u>	
/ /	
/ /	
-----C-----B-----	
(1.1)	
-----C-----	oscilación permitida a
(1.2)	otras monedas: 2,25 %
TIPO DE CAMBIO DE PARIDAD	-----C-----
/ / / / / / / / / / / / / / / /	(1.3) / / / / /
/ zona no alcanzable para ninguna moneda mientras / /	
/ / alguna ocupe el límite de la banda / / / / /	
/ / / / / / / / / / / / / / / /	

1.1) La tercera moneda se situa en el límite superior de fluctuación respecto al tipo de cambio de paridad

dad, es decir, está apreciada en el nivel máximo posible.

Las dos monedas iniciales sólo podrían fluctuar a lo largo de la mitad de la banda de fluctuación.

Esta situación es similar a la que contemplábamos en el caso de dos monedas, pero sin embargo existe una diferencia esencial:

a) Aunque la moneda que estaba situada en el caso anterior en el límite tendiese a moverse hacia su cambio de paridad no podría pasar de él en tanto no se moviese del borde de la banda la tercera moneda.

b) La segunda moneda no ganaría más movilidad con este desplazamiento de la moneda inicial, ya que ahora estaría limitada por la tercera moneda del sistema.

1.2) La tercera moneda se sitúa en su nivel de paridad, es decir, en el centro de la banda de fluctuación.

La nueva moneda será neutral con respecto a la situación que mantenían las dos monedas iniciales, no afectando a sus posibilidades de fluctuación.

Sin embargo, esta tercera moneda verá limitada su propia fluctuación por la posición en que estén situadas las otras dos, y así mientras que la segunda moneda no se mueva del límite superior de la banda, la tercera no podrá acceder a la parte inferior de la misma, al igual que le sucede a la moneda inicial, y sólo podrá

fluctuar a lo largo de la banda superior.

1.3) La tercera moneda se sitúa en un punto cualquiera de la banda de fluctuación.

Esta tercera posibilidad queda restringida para la nueva moneda por la posición de la segunda moneda de nuestro sistema que le impide situarse, como hemos visto en los puntos anteriores, en el lado inferior de la banda de fluctuación. Sólo podrá situarse en algún punto de la mitad superior de la banda, siendo indistinto cual sea éste ya que en este caso su posición no afectará a la moneda inicial, que verá limitada su actuación por la segunda (así como la ve limitada la nueva moneda).

En los tres casos vemos que lo que resulta determinante es la posición de una de las monedas en el borde superior de la banda de fluctuación, siendo indiferente para las posibilidades de fluctuación de la otra moneda que exista, o no, alguna otra en este borde, ya que en cualquier caso la banda opuesta no podrá ser alcanzada.

Las tres situaciones resultan iguales a la considerada en el punto 1) del sistema bimonetario, con la diferencia de que ahora la restricción al movimiento va a afectar a dos monedas, y que la moneda situada en el límite de fluctuación, en el caso de que abandonase esa posición verá limitada su propia variación por la que ocupen las otras dos.

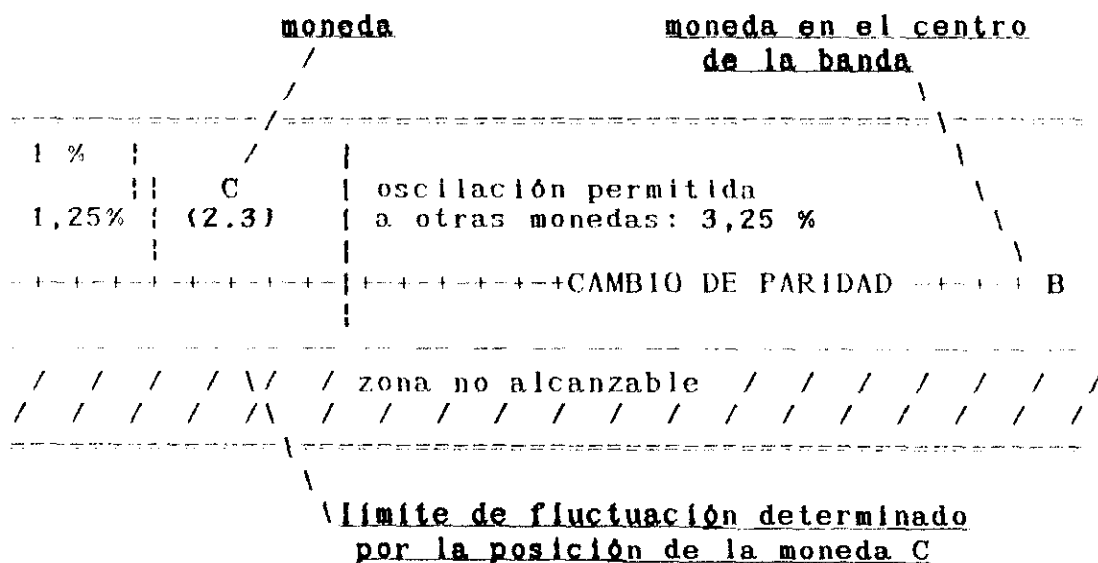
2) Considerando ahora la posición en la que una de las dos monedas iniciales ocupa el centro de paridad, siendo neutral respecto a la fluctuación de la otra, lo que permite que se desplace libremente a lo largo de toda la banda de fluctuación, la introducción de una tercera moneda va a ser la que va a condicionar el movimiento de la moneda original, con lo que se van a reproducir los tres casos que vemos al considerar que sólo existían dos monedas, con la única diferencia de la moneda situada en el centro, si deja esta posición, verá condicionada su fluctuación por la posición relativa respecto a las otras dos monedas, y no sólo frente a una. Así tendremos:

2.1) Si la tercera moneda se sitúa en el margen superior de la banda de fluctuación, resulta indistinto que la otra moneda estuviese inicialmente en el centro de paridad, ya que limitará la fluctuación de las otras dos a la mitad superior de la banda.

Este caso resulta idéntico al que se contemplaba en el punto 1.2) anterior, si bien las monedas situadas ahora en el extremo y en el centro han variado, y por lo tanto esta situación sería la misma, desde el punto de vista de la fluctuación de la moneda original que el caso 1) de un sistema bimonetario.

salvo que la moneda original estuviese en ese momento también en el centro de fluctuación, es decir, en su paridad central.

2.3) En el caso de que la tercera moneda se situase en un punto cualquiera de la banda de fluctuación, mientras la segunda moneda se mantuviese en el centro de la banda de fluctuación, la moneda original estaría limitada en su movimiento como en el caso 3) que considerábamos al analizar la existencia de un sistema de tan sólo dos monedas (suponiendo nuevamente que la moneda se coloca a + 1,25 % de su tipo de cambio central de paridad, por lo tanto, a un punto del límite superior de la banda).



Como vemos, y siendo neutral la segunda moneda, la moneda original podrá situarse en todos los puntos de la banda superior, pero sólo podrá moverse en la parte inferior de la banda mientras no se separe del centro más de un punto porcentual, pues de lo contrario

superaría el margen de fluctuación del 2,25 % respecto a la tercera moneda.

3) Por último, consideraremos que una de las monedas iniciales se encuentra en un punto de la banda de fluctuación cualquiera, si bien supondremos nuevamente que este punto es el mismo que hemos venido utilizando en los apartados anteriores, y supondremos que la tercera moneda se puede mover, con las limitaciones que se derivan de la existencia de las otras dos, por la banda de fluctuación. De acuerdo a las tres posiciones preestablecidas tendremos las siguientes situaciones:

3.1) Si la tercera moneda se coloca en uno de los extremos de la banda de fluctuación, resultaría indiferente la posición que adopte dentro de la misma banda la segunda moneda considerada, pues la moneda inicial vería restringida su fluctuación a la banda en la que la misma estuviese situada.

Asimismo, la segunda moneda no podría situarse en ningún punto de la banda contraria a la que ocupa la moneda que hemos introducido. Es el mismo caso que el considerado en el apartado 1.3), si bien intercambiando las posiciones de dos de las monedas y, por lo tanto, sus efectos son los mismos que los que se originaban en la situación 1) del sistema bimonetario, en el que la posición de una moneda en el margen de fluctuación restringía la posibilidad de movimiento a la mitad de la banda en la que ella estaba situada.

3.2) Si la tercera moneda se sitúa en el centro de la banda de fluctuación, su posición resultará neutral para las restantes monedas del sistema. La moneda original verá restringida su fluctuación por la posición de la segunda moneda, y podría desplazarse por toda la banda superior de fluctuación, pero respecto a la banda inferior sólo podría separarse del centro de paridad en la misma distancia en que la segunda moneda lo esté del extremo superior de fluctuación. Es un caso idéntico al considerado en el punto 2.3), con el intercambio entre la segunda y la tercera moneda, y sus efectos en relación con las posibilidades de fluctuación van a ser los mismos que los que analizamos en el caso 3) para el sistema bimonetario, en el que la moneda situada en un punto de la banda de fluctuación va a permitir fluctuar a las demás por toda esa mitad de la banda, pero limitará su movimiento en la banda opuesta al establecer un "límite intramarginal" situado, en términos porcentuales, a la misma distancia del centro de paridad que la que separa a esa moneda del límite de fluctuación de la banda en la que aquella está situada.

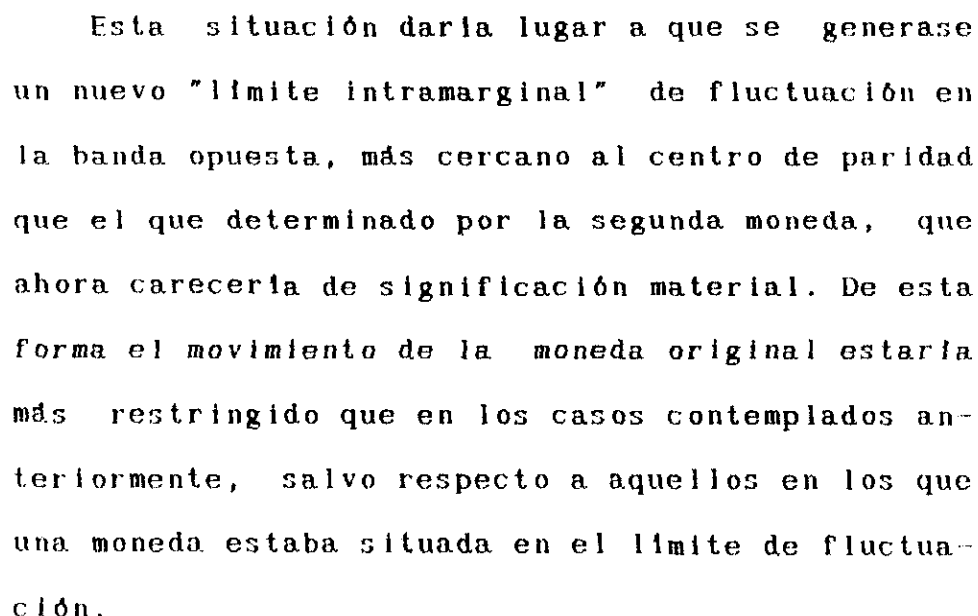
3.3) Por último, debemos considerar la posibilidad de que la tercera moneda ocupe un lugar cualquiera en la banda de fluctuación. Esta posibilidad estará restringida por la posición que ocupa la segunda moneda, de forma que sólo podrá situarse en la mitad superior de la banda de fluctuación (o en el lado en el que se encuentre la segunda moneda), y dentro de la otra mi-

tad de la banda no podrá separarse del centro de paridad en un porcentaje mayor que el espacio porcentual que separa a la segunda moneda del margen de fluctuación de la mitad en la que está situado. Las posibles posiciones en que podría situarse la nueva moneda serían las siguientes:

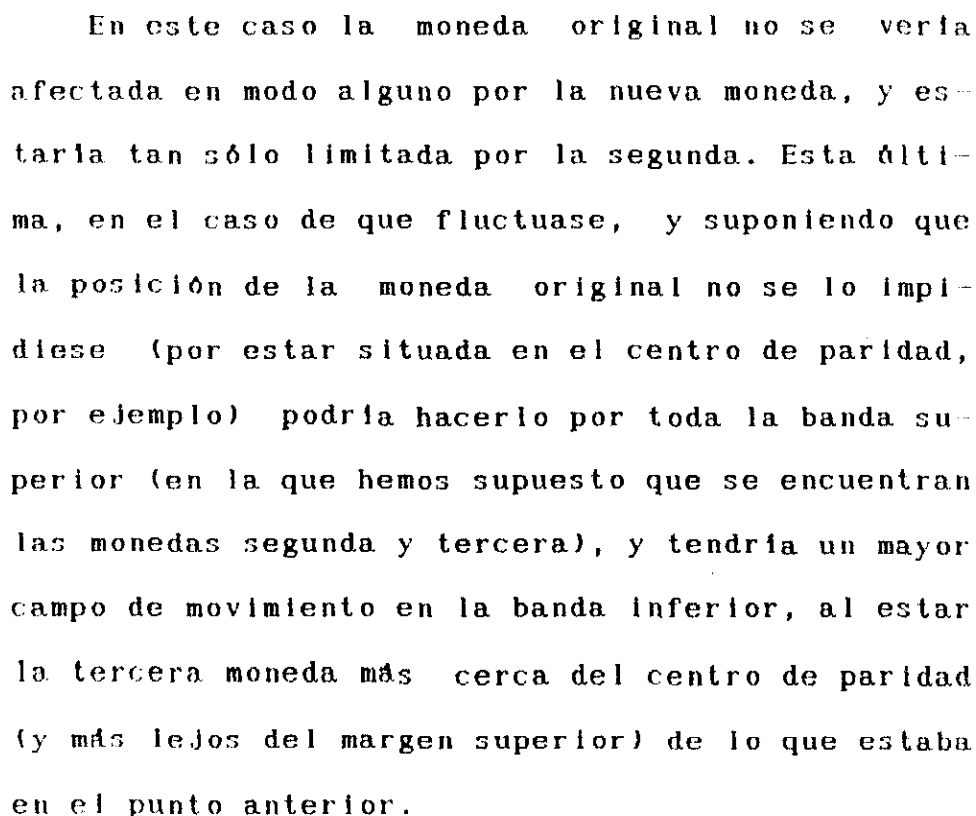
- El extremo de la banda de fluctuación, en cuyo caso nos situamos en la situación 3.1) que ya hemos considerado, y que coincidía con el 1) del sistema bimonetario.
- El centro de paridad, lo que hemos contemplado en la situación 3.2), que tenía iguales efectos que la situación 3) que considerábamos al analizar la existencia de sólo dos monedas.

Ambas situaciones son casos particulares que ya se han analizado, en los puntos anteriores. Las nuevas posiciones que debemos considerar serán:

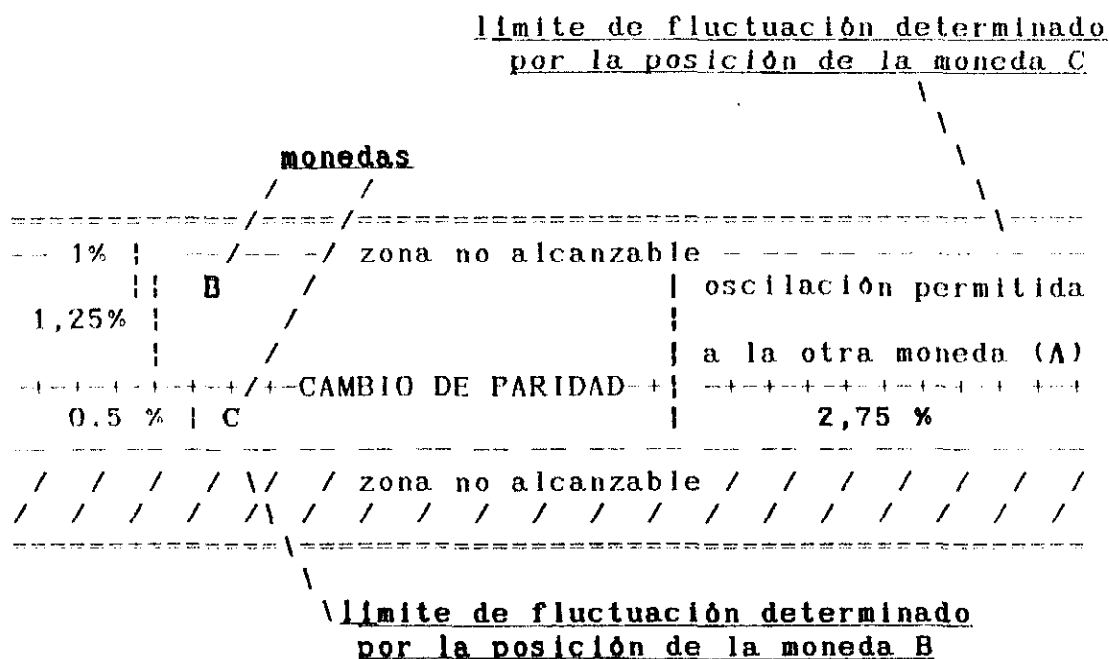
3.3.a) Que la nueva moneda se sitúe en un punto intermedio entre el margen superior de fluctuación y la posición en la que se encuentra la segunda moneda.



- 317 -

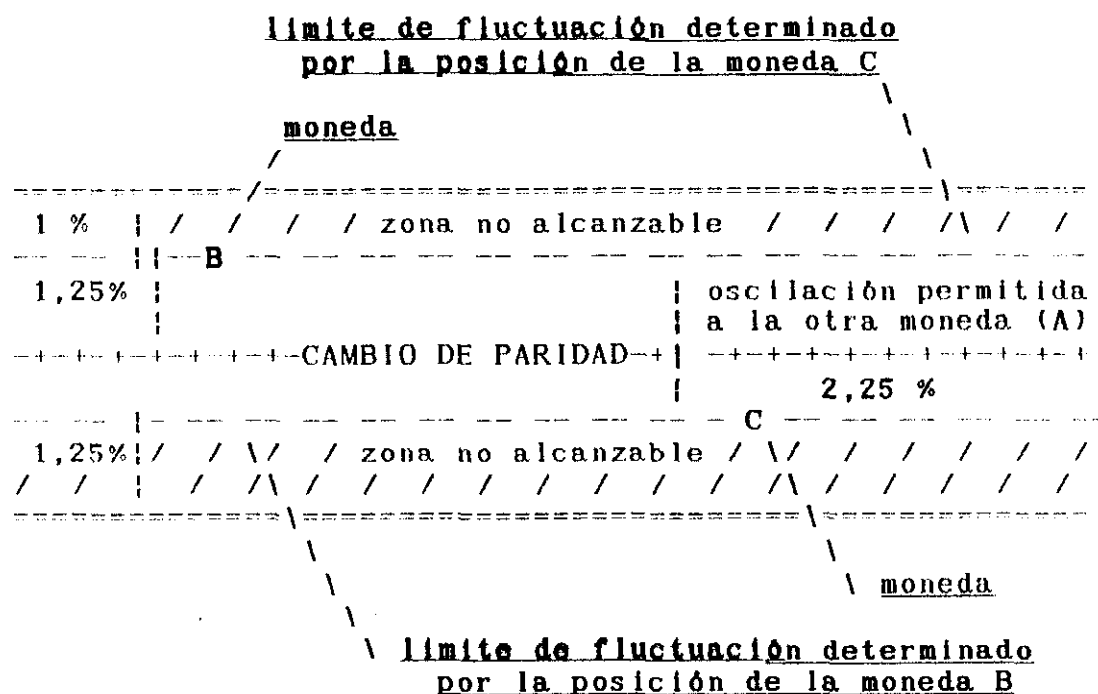


— 319 —



Una vez traspasado el centro de paridad por la tercera moneda, las dos monedas iniciales se ven afectadas por su existencia ya que no podrán alcanzar el extremo de la banda opuesta a la mitad en la que se encuentra la nueva moneda, pues la posición de ésta determina un "límite intramarginal" que viene a sumarse, en la otra mitad de la banda de fluctuación, al que fijaba la posición de la segunda moneda. Por lo tanto, mientras se mantenga esta situación, la moneda original deberá moverse dentro de estos "límites intramarginales". Es decir, la moneda inicial no podrá alcanzar ninguno de los dos extremos de la banda de fluctuación. La segunda moneda por su parte, si fluctúa, sólo podrá alcanzar el extremo que ocupa la nueva moneda, suponiendo que la moneda inicial no se encuentre en la otra mitad.

3.3.c) Por último, la nueva moneda puede situarse justo en el "límite intramarginal" determinado por la segunda moneda.

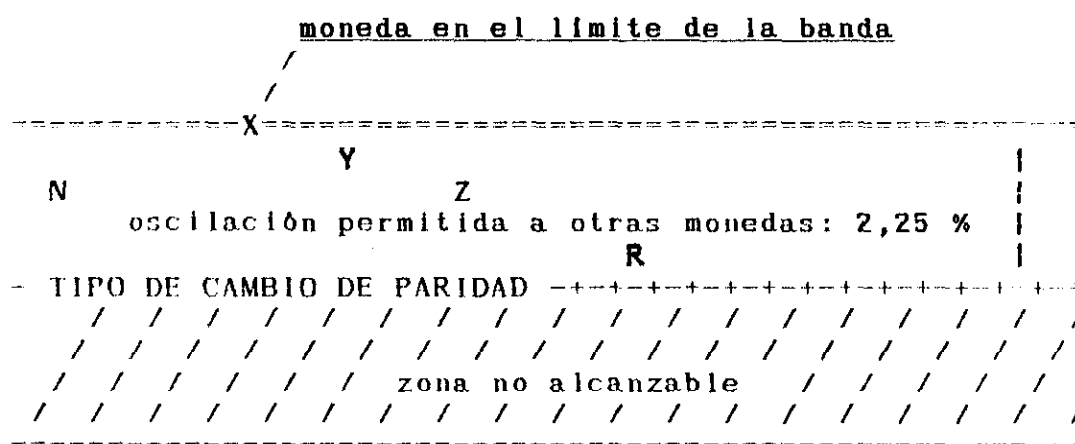


En este caso, la moneda inicial sólo podrá moverse entre las posiciones que ocupan las otras dos monedas. Y éstas sólo podrán fluctuar en tanto se acerquen entre sí.

La introducción de más monedas en el sistema lo único que provoca es que las situaciones consideradas puedan presentarse, con mucha mayor frecuencia, en particular a lo que se refiere a la situación de las monedas en los puntos extremos de fluctuación, y que al considerar la posición de una moneda debamos referirnos a su posición respecto a todas las demás. Sin embargo, para poder definir las posibilidades de desplazamiento de las monedas del sistema basta con tener en cuenta las situaciones señaladas, pero procediendo a su agrupación ya que lo único que

debemos conocer es la posición relativa de las dos monedas más alejadas entre sí, para determinar los "límites intramarginales a los que pudieran dar lugar. Es decir deberemos considerar los casos siguientes:

A) Si existe alguna moneda que esté situada en el margen de fluctuación, ya que como vimos esto origina el que las demás monedas no puedan situarse en el lado opuesto de la banda de fluctuación.

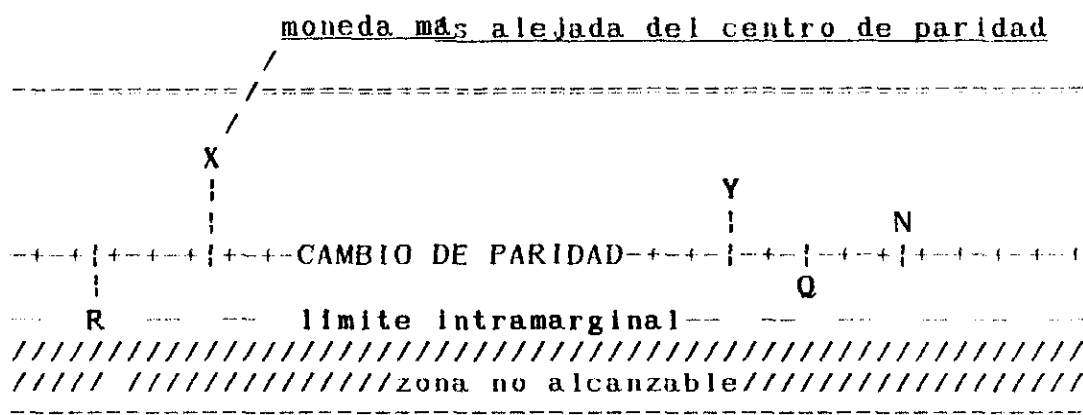


En este caso no será necesario analizar más ya que el resto de las monedas sólo pueden fluctuar a lo largo de la mitad de la banda en la que se encuentra esa moneda.

B) En el caso de que ninguna moneda se encuentre en el límite de fluctuación habrá que determinar cual es la moneda más alejada del tipo de cambio de paridad, ya que la misma nos va a determinar un "límite intramarginal" al desplazamiento de las demás monedas en la otra mitad de la banda de fluctuación, impidiendo que las mismas puedan alcanzar el margen opuesto a

aquella.

En el gráfico siguiente esa moneda será la X, y antes de tener en cuenta el efecto de las otras monedas tendríamos:



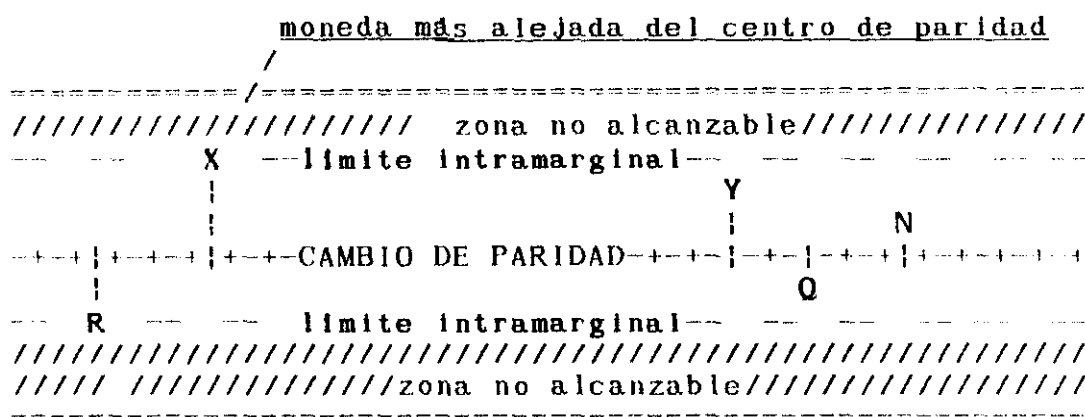
C) Determinar que moneda es la que se encuentra más alejada de aquella que hemos considerado en el paso anterior, teniendo en cuenta dos situaciones:

- 1) Que la misma se encuentre en la misma mitad de la banda de fluctuación que la moneda de referencia, en cuyo caso no afectaría a otras monedas.
- 2) Que esté situada en la parte de la banda opuesta, lo que da lugar a otro "límite intramarginal" en la banda en la que está situada la moneda que presenta mayor desviación respecto al centro de paridad.

En nuestro gráfico esa moneda sería la R, que, además, está situada sobre el "límite intramarginal", determinando a su vez otro nuevo

"límite intramarginal" en la mitad opuesta, en el que estaría situada la moneda que nos sirve de referencia.

Con todo ello el gráfico tendría la configuración siguiente:



Esta larga exposición de las posiciones que pueden adoptar las diferentes monedas dentro de la banda de fluctuación debería servir para dejar clara la problemática que lleva aparejada la existencia de diversas monedas dentro del sistema, y que hay que tener en cuenta la "banda de fluctuación real", frente a la banda de fluctuación teórica del $\pm 2,25 \%$, pues esta última va a verse reducida en función de las cotizaciones de mercado de las monedas del sistema en cada momento. Así, la moneda más fuerte del sistema estará fijando un "límite intramarginal" de depreciación para todas las demás monedas, mientras que aquella moneda que presente una mayor debilidad en su cotización establecerá un "límite intramarginal" a la apreciación de las otras monedas.

La "banda efectiva de fluctuación" vendrá dada por la diferencia entre el margen total de fluctuación ($4,5 \%$, ya que en

este apartado no estamos considerando la posibilidad de una variación mayor), menos el montante de las distancias porcentuales de las dos monedas extremas, es decir, la más depreciada y la más fuerte, respecto al centro de paridad. Cuanto más cerca estén ambas del centro mayor será las posibilidades de fluctuación de todas las monedas, y cuanto más alejadas estén del mismo, y en consecuencia más alejadas entre sí menor será el ámbito que dejarán para la variación dentro de la banda.

Poniendo unos ejemplos sencillos podemos ver mejor esta situación. Así, consideraremos los casos siguientes:

- * Caso extremo: Las dos monedas (y todas las demás están en el centro de paridad:

$$4,5 \% - (0 + 0) = 4,5 \%$$

En ese instante, las monedas disponen de toda la banda de fluctuación para poder moverse libremente.

- * La moneda más apreciada se separa del centro de fluctuación lo máximo posible, es decir, se sitúa en el límite de apreciación (2,25 %):

$$4,5 \% - (2,25 \% + 0) = 2,25 \%$$

En ese instante, las monedas del sistema, deberían estar apreciadas respecto a su paridad o precisamente en su valor de paridad (pues de lo contrario la moneda que hemos considerado no hubiese podido alcanzar el nivel de apreciación máximo). Estas monedas ya no podrán depreciarse por debajo de su valor de paridad, viendo reducida su posibilidad de fluctuación a la mitad,

precisamente aquella mitad de la banda de fluctuación que corresponde a los niveles de apreciación.

Es decir, que una moneda apreciada en su nivel máximo respecto a la paridad (en el caso de que todas las monedas puedan experimentar la misma variación), obligaría a todas las demás monedas del sistema a mantenerse apreciadas respecto a su valor de paridad, o en todo caso a no abandonar ese valor de paridad (razón que justificaría el funcionamiento del indicador de divergencia y la intervención intramarginal que veremos más adelante).

El mismo razonamiento es aplicable para el caso de una moneda que alcanza el nivel máximo de depreciación.

- * La moneda más apreciada se separa de su tipo de paridad en un 1 %, y la más depreciada lo hace en 0,5 %:

$$4,5 \% - (1 \% + 0,5 \%) = 3 \%$$

Las monedas del sistema, en este instante, se podrán apreciar como máximo el 1,75 %, y depreciarse tan sólo el 1,25 %, al establecer las monedas "extremas" límites a su fluctuación. La "banda efectiva de fluctuación" quedará reducida al 3 %, frente a la "banda teórica" establecida del 4,5 %.

- * la moneda más depreciada se ha separado del tipo

de cambio de paridad en un 1,5 %, y la moneda fuerte del sistema se encuentra al 0,75 % de su paridad:

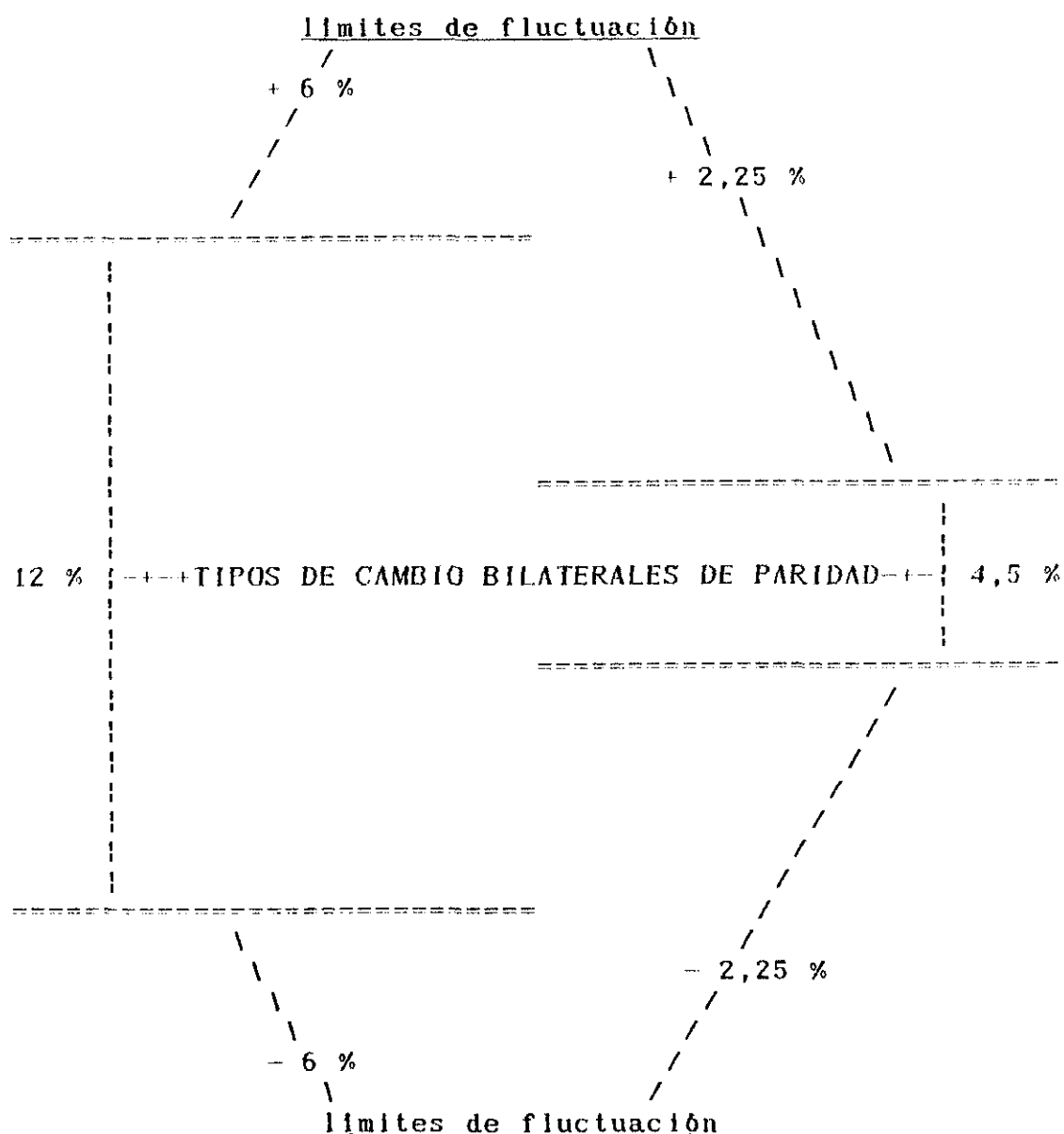
$$4,5 \% - (0,75 \% + 1,5 \%) = 2,25 \%$$

En este instante, las monedas ven reducido su ámbito de fluctuación a la mitad, y sus posibilidades de depreciación frente a su tipo de cambio de paridad son del 1,5, mientras que las posibilidades de apreciación son del 0,75 %. Es decir, que las dos monedas consideradas están situadas en sus límites respectivos de apreciación y depreciación.

El mantenimiento de distintas bandas de fluctuación

Una vez contempladas en el apartado anterior las interrelaciones entre las monedas del sistema cuando todas ellas disponen de la misma banda de fluctuación, hemos de considerar cual va a ser el efecto de la existencia de monedas que disponen de una banda de fluctuación mayor. El detenido análisis realizado respecto al caso general nos permite ahora detenernos únicamente en las diferencias que introduce en la "banda efectiva de fluctuación" la coexistencia de dos niveles de variación para las monedas del sistema.

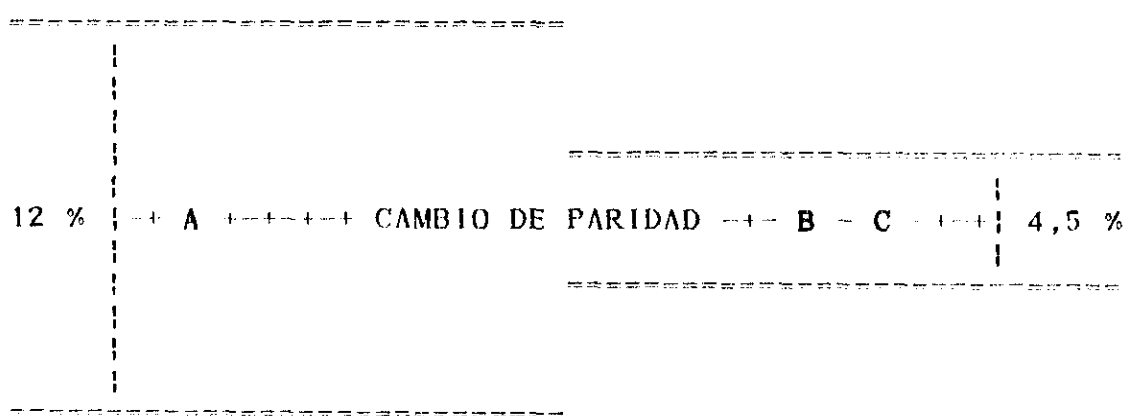
Un esquema gráfico general para este caso podría ser el que figura a continuación:



Para poder determinar de forma precisa cuales son las distorsiones creadas vamos a considerar primero el caso de que tan sólo exista una moneda con una banda de fluctuación superior, y posteriormente ampliaremos el número de monedas que disponen de esta mayor libertad de variación. La banda que consideraremos será la del $\pm 6\%$, que es el máximo de fluctuación permitido en el Sistema Monetario Europeo a los países que en su creación

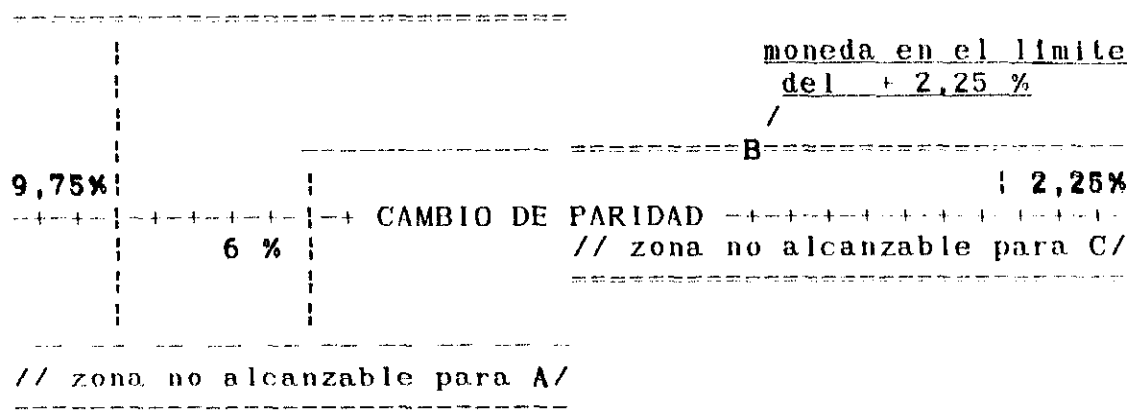
UNA MONEDA EN LA "BANDA ANCHA" DE FLUCTUACION

1) Si las monedas están situadas en su nivel de paridad, la fluctuación de cualquiera de ellas será la máxima que le permita la banda de fluctuación en la que esté situada, es decir, el 4,5 % con carácter general y el 12 % para la moneda que consideramos está en la "banda ancha" de cotización.



- 329 -

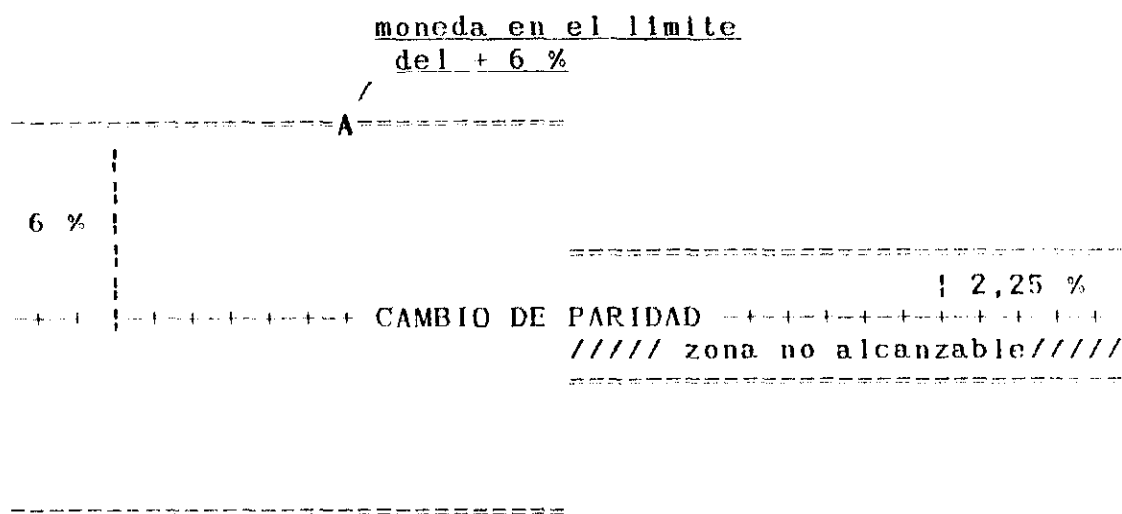
2.1) Si el límite para la moneda es el 2,25 %, es
remos dentro del caso que figura en el gráfico siguiente:



Respecto a las monedas que participan en la "banda estrecha" el efecto será el que ya vimos en el caso general, su posibilidad de fluctuación queda restringida a la mitad de la banda en la que se sitúa la moneda que alcanza su límite de fluctuación.

Por lo que se refiere a la moneda que disfruta de una fluctuación amplia del 12 %, ésta se verá reducida en un 2,25 %, quedando una "banda efectiva de fluctuación" del 9,75 %, al limitarse su posibilidad de depreciación hasta el 6 %, a contar desde la posición que ocupa la moneda situada en el margen de fluctuación de la "banda estrecha".

2.2) Si es la moneda que disfruta de la "banda amplia" la que se sitúa en su límite de variación, llegamos a la situación siguiente:



En esta ocasión, es la moneda de "banda amplia" la que va a limitar la fluctuación del resto, al impedir que las monedas que se desenvuelven en la "banda estrecha" lo hagan por la mitad opuesta a aquella en la que la moneda de mayor amplitud se ha situado.

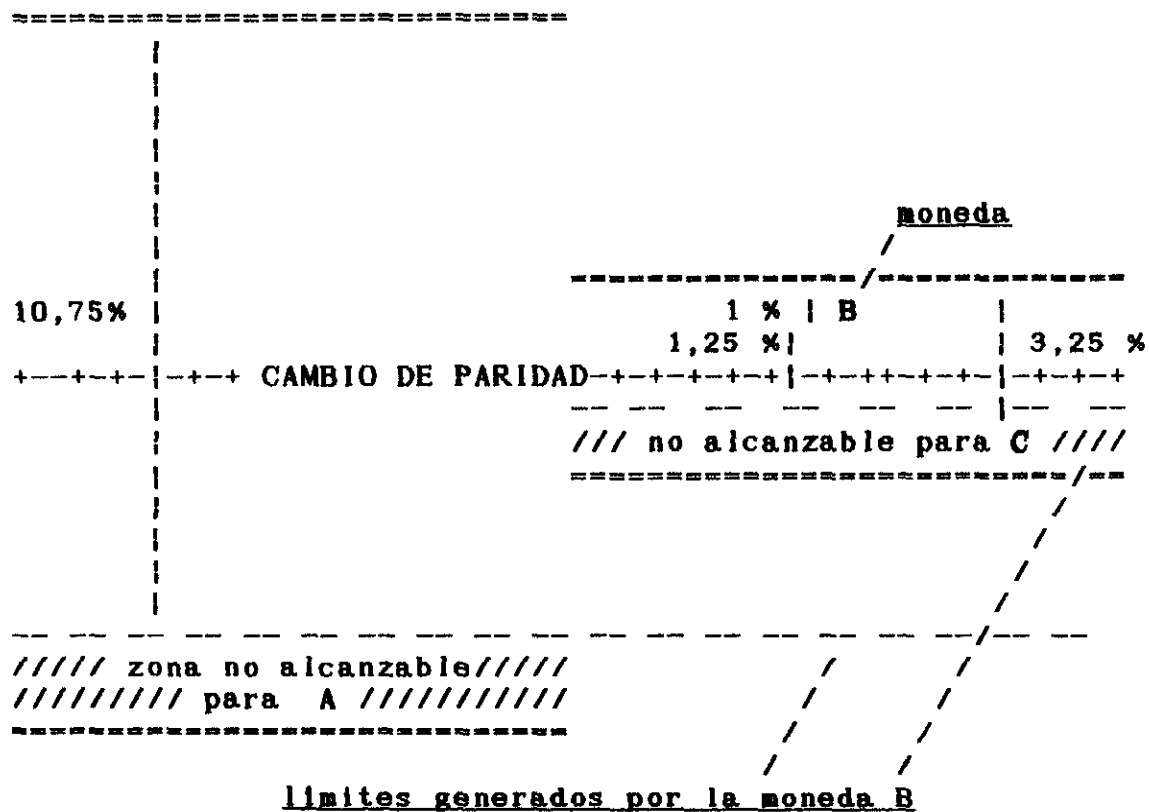
Lógicamente, al considerar que sólo existe una moneda en la "banda amplia" de fluctuación no existe efecto alguno en la misma.

3) Podemos igualmente suponer que una moneda está situada en un punto cualquiera de su banda de fluctuación, lo que no va a obligar a distinguir cual es la amplitud de la misma, de forma que se puedan analizar sus diferentes efectos. Así tendremos:

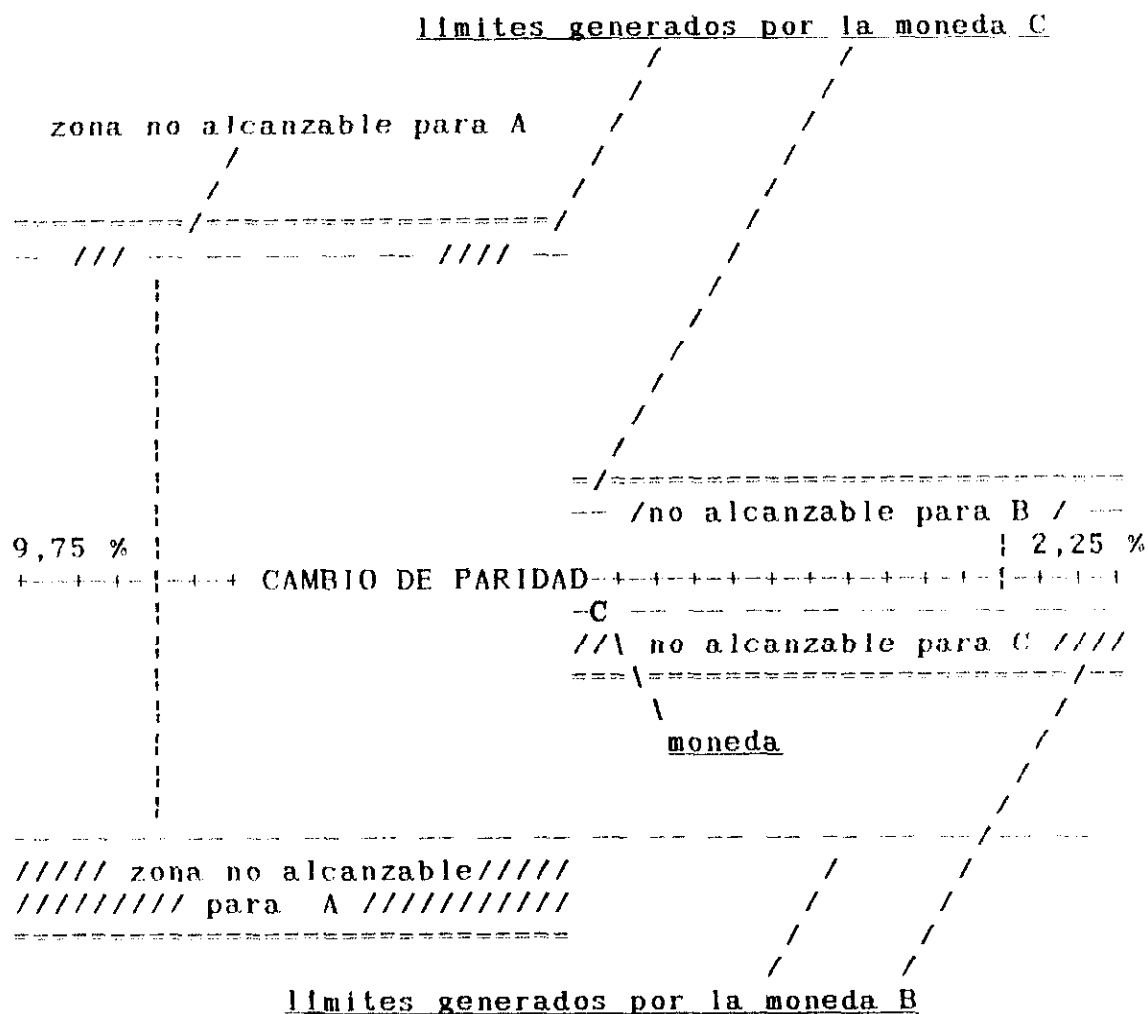
3.1) Suponemos que una moneda que fluctúa dentro de la "banda estrecha" se sitúa a un punto porcentual de su margen de variación, y en consecuencia a 1,25 % de su valor bilateral de paridad, y dentro de este caso deberemos considerar la influencia de una tercera moneda que fluc-

túe dentro de esta misma "banda estrecha". El esquema sería el que figura en los gráficos siguientes:

a) considerando la influencia de sólo una moneda



b) considerando la influencia de dos monedas



Como puede comprobarse, además de los efectos que ya habíamos analizado para las monedas que fluctúan dentro de la "banda estrecha" de cotización (que se concretaban en la formación de "límites intramarginales" a la misma distancia de los márgenes máximos de fluctuación como la que separaba a dichas monedas de su centro de paridad bilateral), las posiciones de las monedas determinan "límites intramarginales" para las monedas cuya variación es más amplia. Como en el caso general, estos "límites intramarginales" estarán a la misma distancia del margen opuesto a la mitad de la banda que ocupa la moneda que lo

general que la que separa a esta de su centro de paridad, en términos porcentuales.

Para calcular la "banda efectiva de fluctuación" de la moneda de "banda amplia", en este caso en el que suponemos que sólo existe una moneda que disfruta de esa mayor libertad de variación, se puede aplicar el mismo criterio visto anteriormente, es decir, vendrá dada por la diferencia entre el total de fluctuación permitido a esta moneda (12 %), y montante de las distancias porcentuales de las dos monedas extremas dentro de la "banda estrecha" de fluctuación, es decir, la más apreciada y la más débil, respecto al centro de paridad.

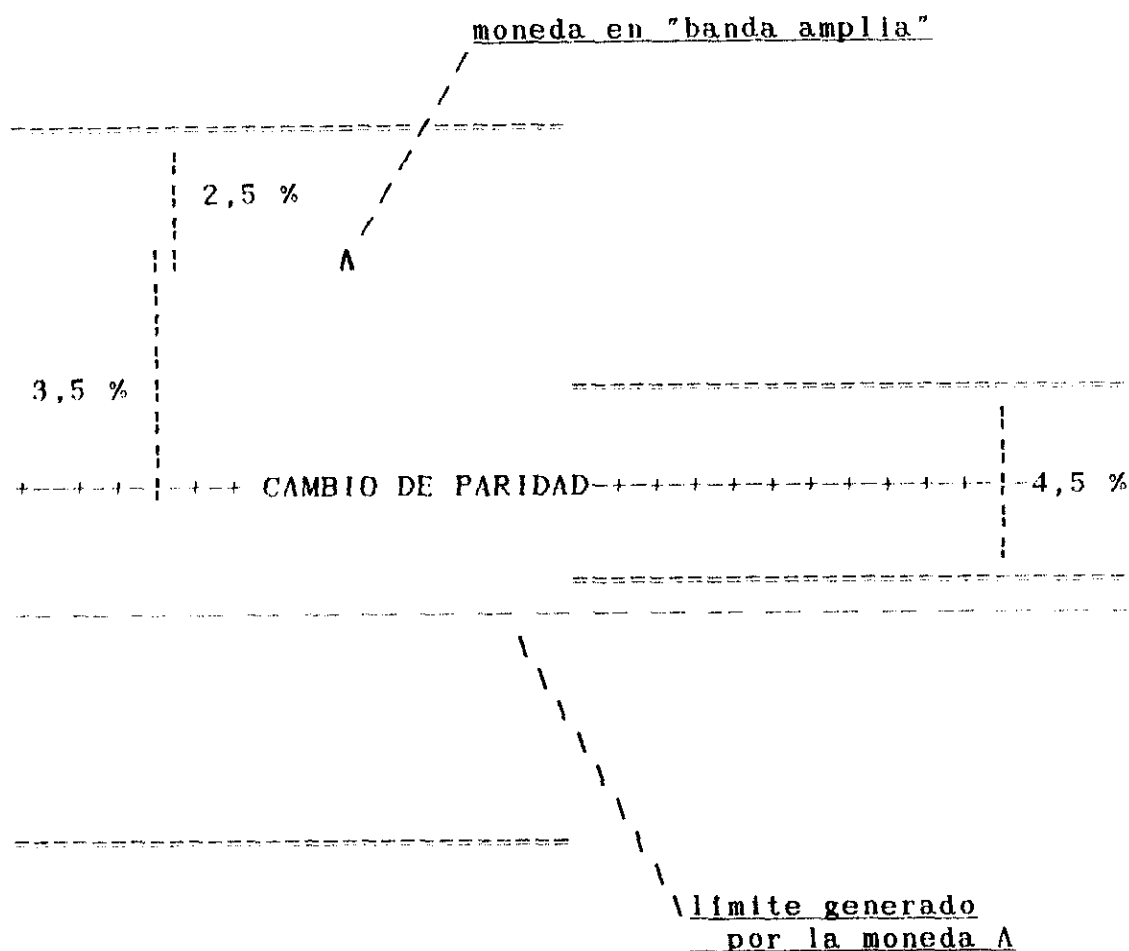
En el caso gráfico considerado:

$$12 \% - (1,25 \% + 1 \%) = 9,75 \%$$

3.2) Si consideramos que es la moneda que fluctúa en la "banda amplia" la que se sitúa en un punto cualquiera de la misma, para ver los efectos que tiene sobre la libertad de movimientos de las monedas que fluctúan en la "banda estrecha" tendremos que distinguir dos casos:

- a) Que la distancia que separa a la moneda que se mueve en la "banda amplia" de su límite de variación es superior al 2,25 %.

Supondremos a efectos de la exposición que está situada a 3,5 puntos porcentuales de su centro de paridad, es decir, a 2,5 puntos de su límite de fluctuación.

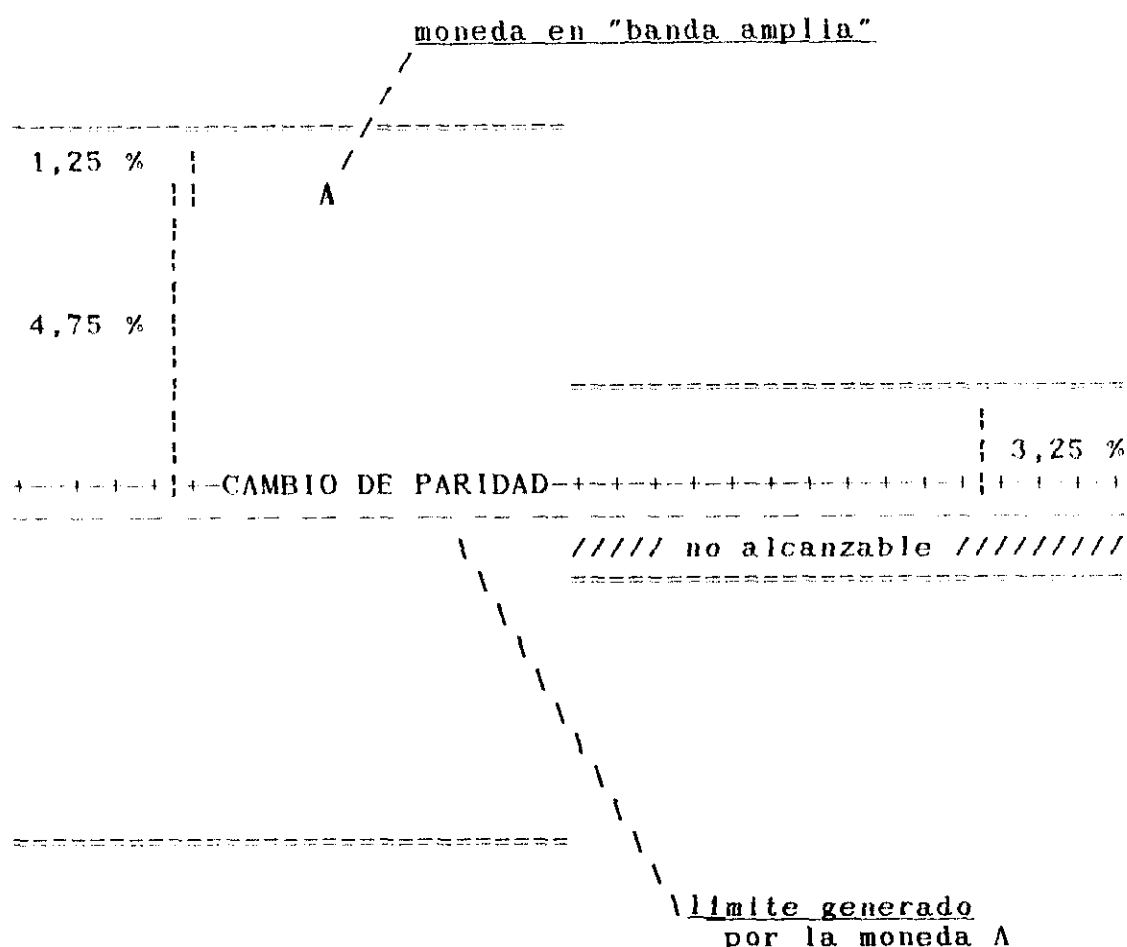


Vemos que el "límite intramarginal" determinado por la moneda que fluctúa dentro la "banda amplia" no afecta en absoluto a las monedas que están sujetas a los márgenes de la "banda estrecha", ya que la distancia que separa al margen de dicha "banda estrecha" opuesto a la posición que ocupa la moneda de la "banda amplia" resulta inferior al 6 %.

- b) Que la separación respecto al límite de fluctuación de la moneda que evoluciona dentro de la "banda amplia" sea inferior al 2,25 %.

A efectos de facilitar la exposición, vamos a suponer que está situado a 1,25 puntos por

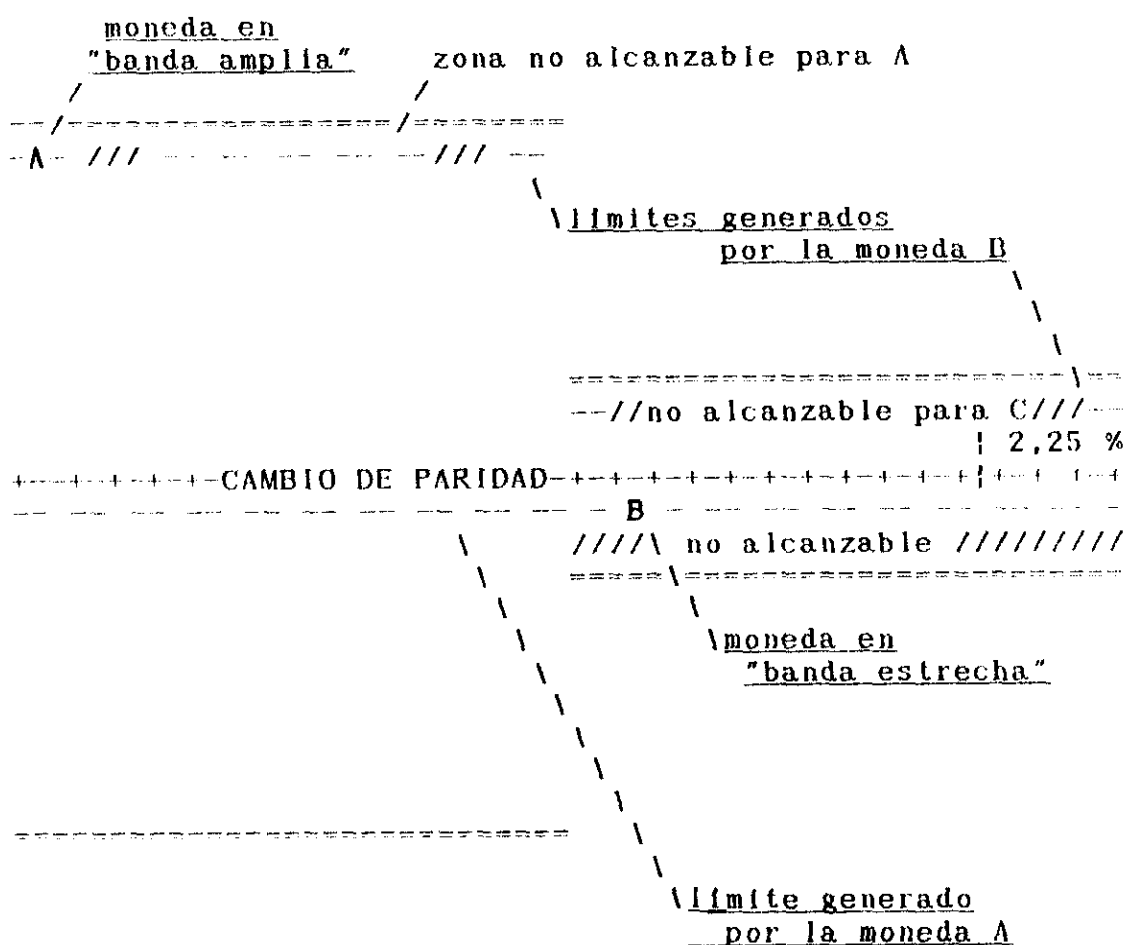
centuales de su centro de paridad, es decir, a 4,75 puntos de su límite de fluctuación.



En este caso, la posición de la moneda que fluctúa en "banda amplia" si restringe la posibilidad de movimiento de las monedas que están sujetas a los márgenes de fluctuación de la "banda estrecha", quedando reducida su banda efectiva de fluctuación, para el caso supuesto en el ejemplo, al 3,25 %.

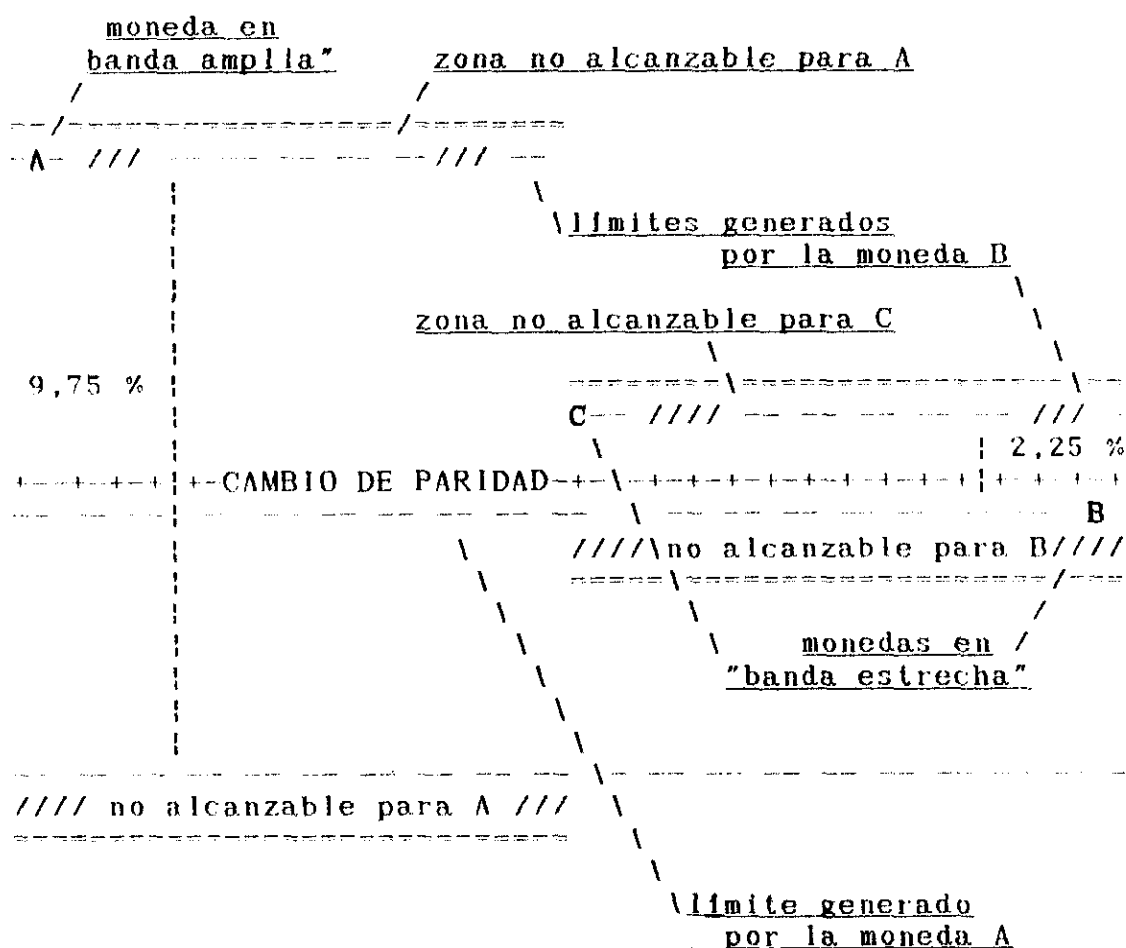
Lógicamente, cualquier otra moneda que se encuentre en la mitad opuesta de su banda de fluctuación, respecto al lugar ocupado por la moneda que fluctúa en la "banda amplia", generará otro "límite intramarginal", que afectará a esta moneda y, por tratarse de una moneda con una

fluctuación reducida (ya que estamos suponiendo que sólo existe una moneda en la "banda amplia"), restringirla a su vez el movimiento dentro de la "banda estrecha". Considerando que se sitúa justo en el "límite intramarginal" determinado por la moneda de fluctuación amplia, el dibujo siguiente representa la situación creada:



Del mismo modo, cualquier moneda que fluctúe dentro de la "banda estrecha" en el mismo lado en el que está situada la moneda que varía dentro de la "banda amplia" genera unos "límites intramarginales" que van a afectar a todas las demás. Suponiendo que la misma se sitúa en el límite de fluctuación que le establece la otra moneda de la "banda estrecha", la situación vendría dada por la fl

gura siguiente:



Observamos ya en estos dos últimos casos, la influencia mutua entre las monedas del sistema. Tanto la moneda que fluctúa en la "banda amplia", como aquellas que están situadas en la "banda estrecha" de variación, ven limitada su libertad de fluctuación. Sus respectivas "bandas de variación efectivas" en el último caso considerado serían las siguientes:

MONEDAS DE "BANDA AMPLIA"

$$12 \% - (1,25 \% + 1,0 \%) = 9,75 \%$$

MONEDAS DE "BANDA ESTRECHA"

$$4,5 \% - (1,25 \% + 1,0 \%) = 2,25 \%$$

DOS O MAS MONEDAS EN LA "BANDA ANCHA" DE FLUCTUACION

Una vez vista la influencia de la existencia de diferentes bandas de fluctuación vamos a ampliar el análisis introduciendo en la "banda amplia" varias monedas (si bien, dado que las situaciones relevantes, y los efectos que de ella se derivan sólo los determinan las monedas que se sitúan en los puntos más extremos, sólo consideraremos la influencia de dos monedas, como máximo, dentro de cada banda de fluctuación), y para ello nuevamente vamos a utilizar el esquema seguido hasta este momento. si bien no tendremos en cuenta el caso en el que las monedas se sitúan en su nivel de paridad, al conocer sobradamente que tendrá unos efectos neutrales y permitirá que la variación de una cualquiera de ellas sea la máxima que le permita la banda de fluctuación en la que esté situada.

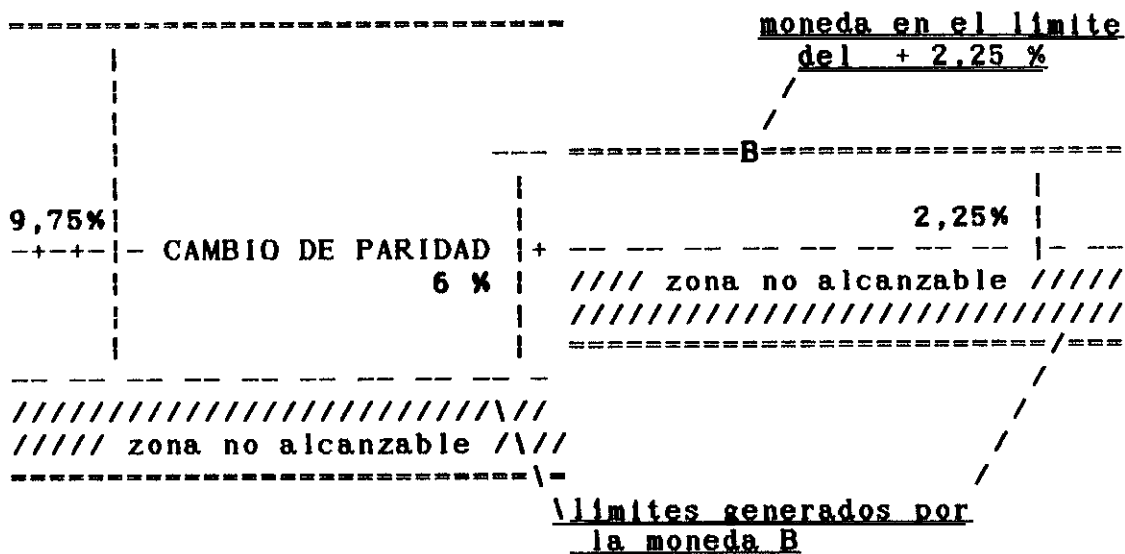
En cada uno de los casos vamos a suponer una posición determinada para una de las monedas, y a partir de el efecto que genera el mismo, ver cual es a su vez el efecto que tienen las posiciones que adoptan otras monedas. Para el análisis consideraremos dos situaciones respecto a las monedas "base" según se desenvuelva en la banda "estrecha" o "amplia". Así tendremos:

A) Que la moneda "base" fluctúe en la "banda estrecha".

Vamos a considerar los casos en los que la moneda "base" se sitúa en su margen de fluctuación, o en un punto intermedio entre éste y el centro de paridad. No consideraremos el caso en el que su posición coincide con ese centro de paridad ya que ello supone que es neutral para el sistema, con lo que su efecto es nulo para las demás

monedas.

- 1) Que una moneda situada en la "banda estrecha" de fluctuación alcance uno de sus márgenes de variación.



Respecto a las monedas que participan en la "banda estrecha" el efecto será el que ya vimos en el caso general, su posibilidad de fluctuación queda restringida a la mitad de la banda en la que se sitúa la moneda que alcanza su límite de fluctuación.

Por lo que se refiere a las monedas que disfrutaban de una fluctuación amplia del 12 %, ésta se verá reducida en un 2,25 %, quedando una banda efectiva de fluctuación del 9,75 %, al limitarse su posibilidad de depreciación hasta el 6 %, contado desde la posición que ocupa la moneda situada en el margen de fluctuación de la "banda estrecha".

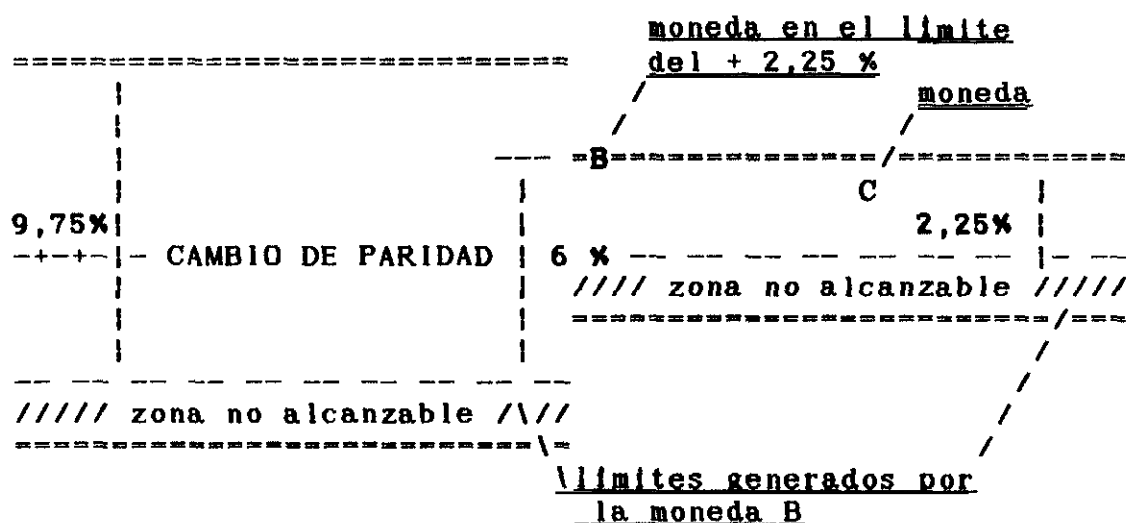
A partir de esta situación deberemos observar cual es el efecto de la posición de las otras monedas, dividiendo el análisis en dos situaciones, según que la otra moneda "relevante" se sitúe en la misma mitad que la moneda inicial, o en la mitad opuesta, y en cada uno de los dos casos, la "banda de fluctuación" de la misma, lo cual nos proporciona cuatro posibilidades en las que plantearemos diversas alternativas sobre la posición de las monedas.

1.1) Situación de otra moneda dentro de la misma mitad respecto al centro bilateral de paridad.

Deberemos distinguir en función de la libertad de fluctuación de la que disfrute la moneda.

1.1 a) Que la moneda fluctúe en la "banda estrecha".

Su posición no afectaría para nada a la situación creada con anterioridad, con independencia del punto en el que se situase dentro de esa mitad de la banda de fluctuación.



1.1 b) Que la moneda fluctúe en la "banda amplia".

Salvo en el caso de que se situase en su centro de paridad bilateral, esta segunda moneda estaría creando un "límite intramarginal" que afectaría a la otra moneda que se sitúa en la "banda amplia", pero no a aquellas situadas en la "banda estrecha". Este "límite intramarginal" estaría tanto más cercano al centro de paridad cuanto más próxima esté la segunda moneda de su margen de fluctuación.

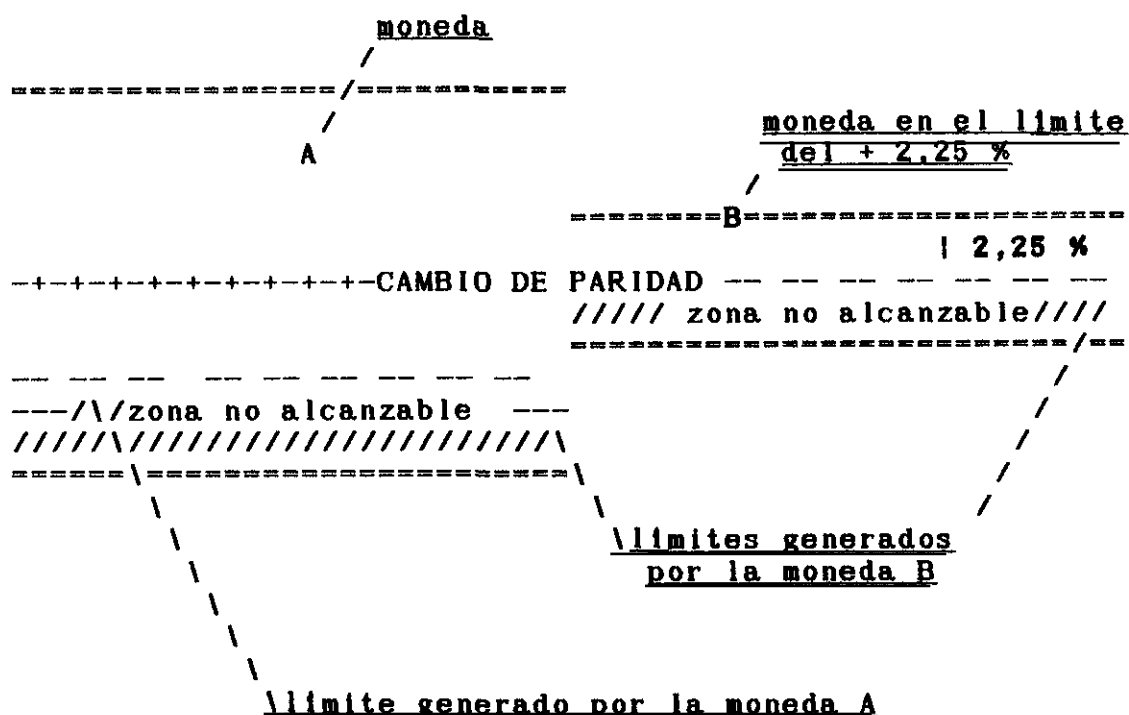
* Si la moneda se sitúa en su margen de fluctuación, tendremos:



En este caso la moneda de "banda amplia" también va a limitar la fluctuación del resto, al impedir que las monedas que se desenvuelven en la "banda estrecha" lo hagan por la mitad opuesta a aquella en la que la moneda de mayor amplitud se ha situado, con lo que su efecto es idéntico.

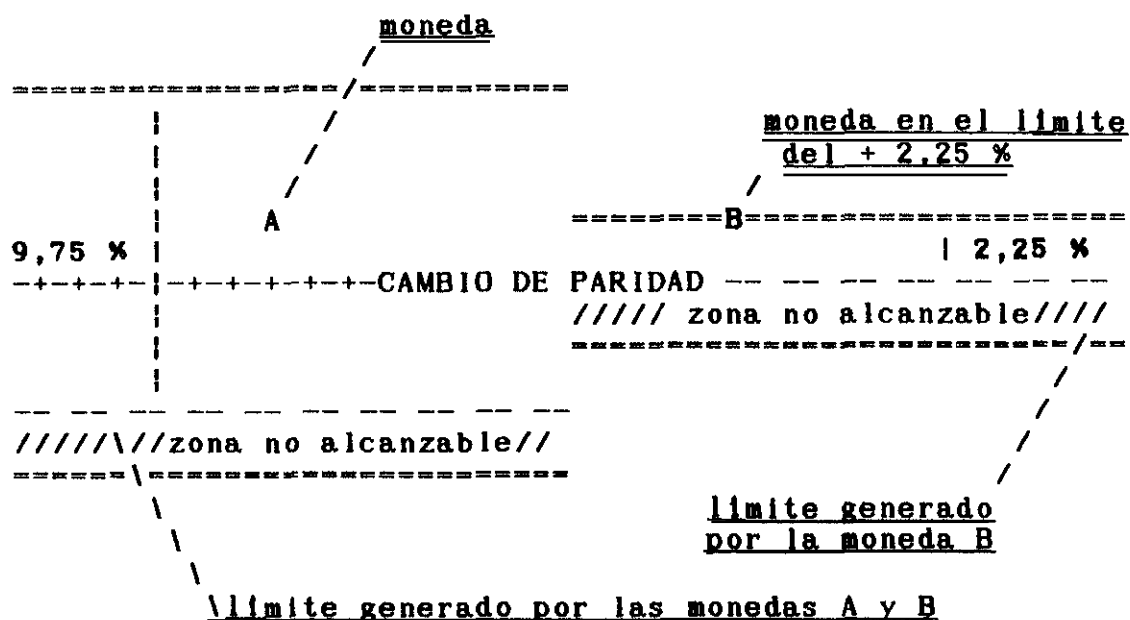
tico al de la otra moneda, y además va a limitar la fluctuación de las otras monedas de la "banda amplia" a la mitad en la que se encuentra ella situada.

* Si la moneda se encuentra en un punto situado entre su margen de fluctuación y el correspondiente de la "banda estrecha" de fluctuación el efecto sería el mismo que el anterior salvo por que el "límite intramarginal" estaría por debajo del centro bilateral de fluctuación, según se representa en el siguiente dibujo:



* Si la moneda se encuentra en un punto situado justo a la misma altura del margen de fluctuación que viene determinado por la "banda estrecha" su efecto coincidiría, respecto a las monedas de la "banda amplia", con el ejercido por la moneda situada en el límite de fluctuación de la "banda estrecha", mientras que su influencia sería nu-

la sobre las que se mueven en esta última, que estarían a su vez bajo la restricción impuesta por la moneda de su misma variabilidad.



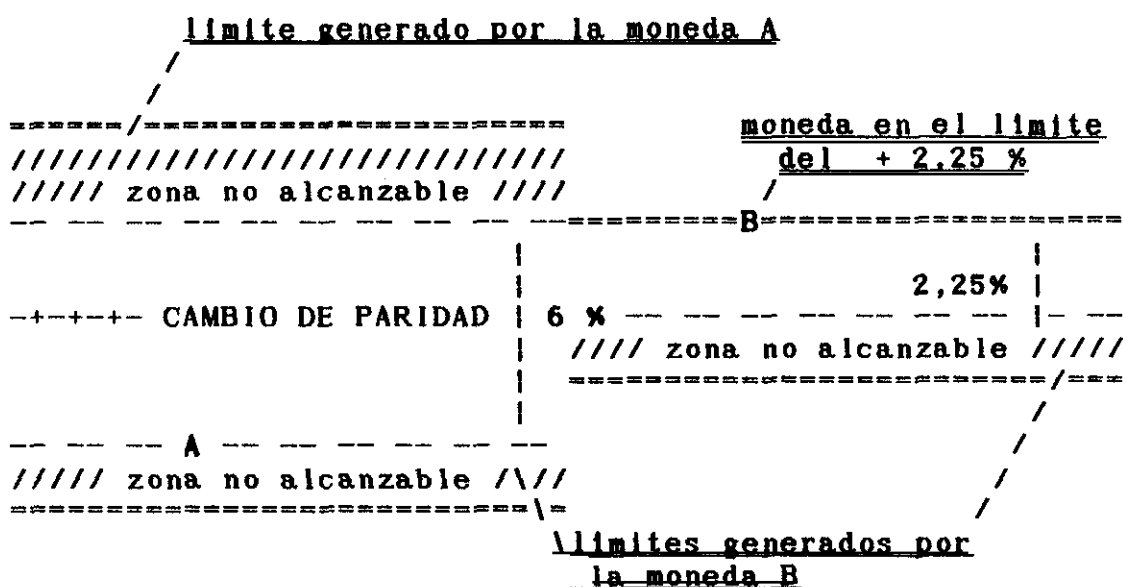
* Si la moneda se encuentra en un punto situado entre el margen de fluctuación determinado por la "banda estrecha" y el centro de paridad, su efecto será nulo respecto a cualquier moneda, quedando éstas limitadas en su movimiento por la moneda situada en el límite de fluctuación de la "banda estrecha" (y lógicamente, por cualquier otra moneda que estuviese fuera del límite de fluctuación, si bien consideramos que todas ellas se encuentran entre las dos monedas que estamos analizando, con lo que no afectarían a ninguna otra).

Su representación sería la misma que si no considerásemos la existencia de la moneda situada en la "banda amplia":

fluctuación de las monedas situadas en la "banda amplia", que podrán situarse, como máximo a seis puntos porcentuales de distancia respecto a la posición que mantenga esta moneda.

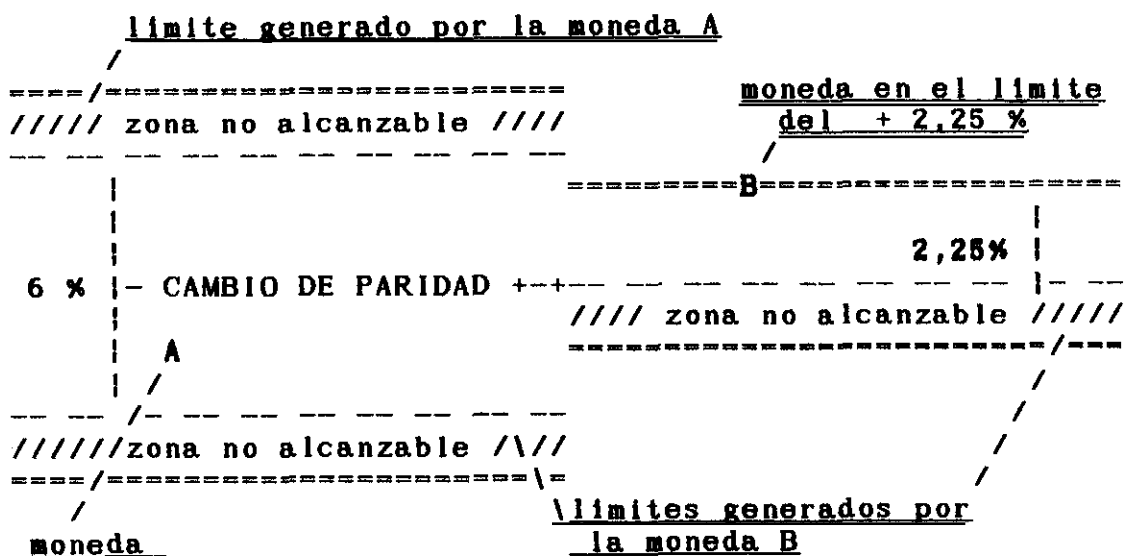
Las posiciones genéricas que pueden darse serían las siguientes:

* Que la moneda que fluctua en la "banda amplia" se sitúe en el "límite intramarginal" generado por la moneda que varía dentro de los márgenes "estrechos":

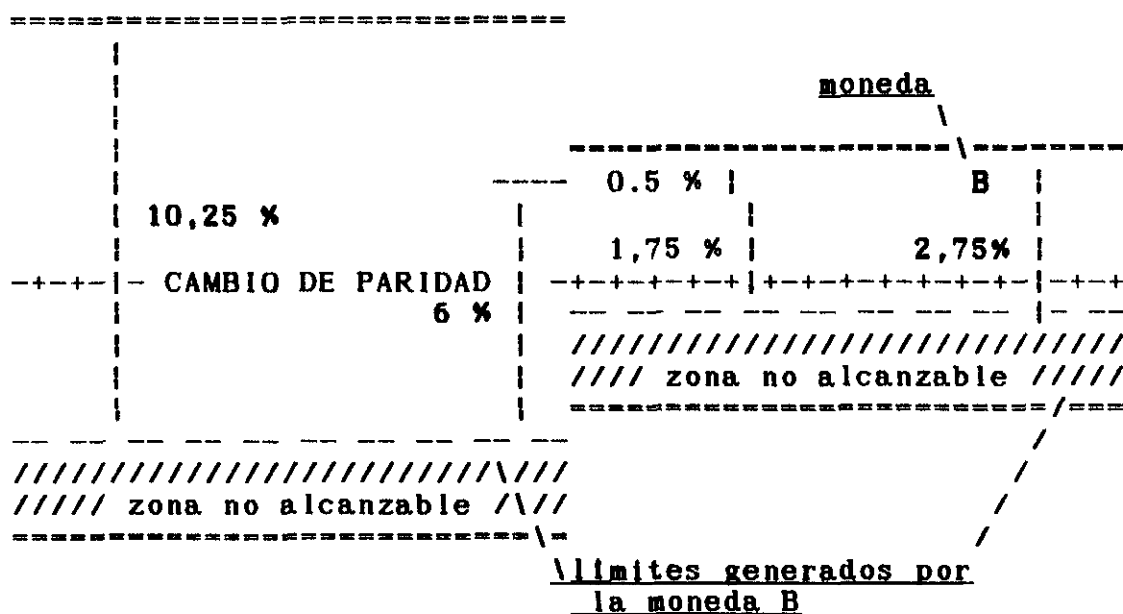


En este caso el resto de las monedas que pueden fluctuar en la "banda amplia" de fluctuación no podrán hacerlo por encima de un "límite intramarginal" que se sitúa a la misma altura que el margen de fluctuación de la "banda estrecha" del lado opuesto al de la moneda que hemos considerado, y en el que se encuentra la moneda inicial que no hemos variado a lo largo de este punto 1).

* Que la moneda se sitúe en algún punto entre el "límite intramarginal" y el centro de paridad:



2) Que una moneda situada en la "banda estrecha" de fluctuación ocupe un punto entre su margen de variación y el centro de paridad.



Las monedas que participan en la "banda estrecha" de fluctuación van a poder alcanzar algunos puntos situados en la banda opuesta a aquella que consideramos. La separación que pueden alcanzar respecto al centro de paridad será la misma que la que mantiene esa moneda respecto al límite de fluctuación.

Respecto a las monedas que pueden fluctuar hasta un 12 %, verán reducida su banda efectiva de variación en un 1,75 %, quedando la misma en el 10,25 %.

Como hicimos en el apartado anterior, a partir de esta situación fijaremos o modificaremos las posiciones de otras monedas, lo que nos permitirá analizar el efecto de cada una de las condiciones creadas, y para ello volveremos nuevamente a considerar las dos alternativas vistas en aquel, es decir, la mitad de la banda de fluctuación que ocupa otra moneda "relevante", y en cada uno de los dos casos, la "banda de fluctuación" en la que se desenvuelve la misma.

2.1) Situación de otra moneda dentro de la misma mitad respecto al centro bilateral de paridad.

Según la libertad de fluctuación de la que disfrute la moneda tendremos:

2.1 a) Que la moneda fluctúe en la "banda estrecha".

Su posición sólo afectaría a la situación creada cuando dicha moneda se situase entre la moneda considerada inicialmente y el margen de fluctuación. Sin embargo, dado que

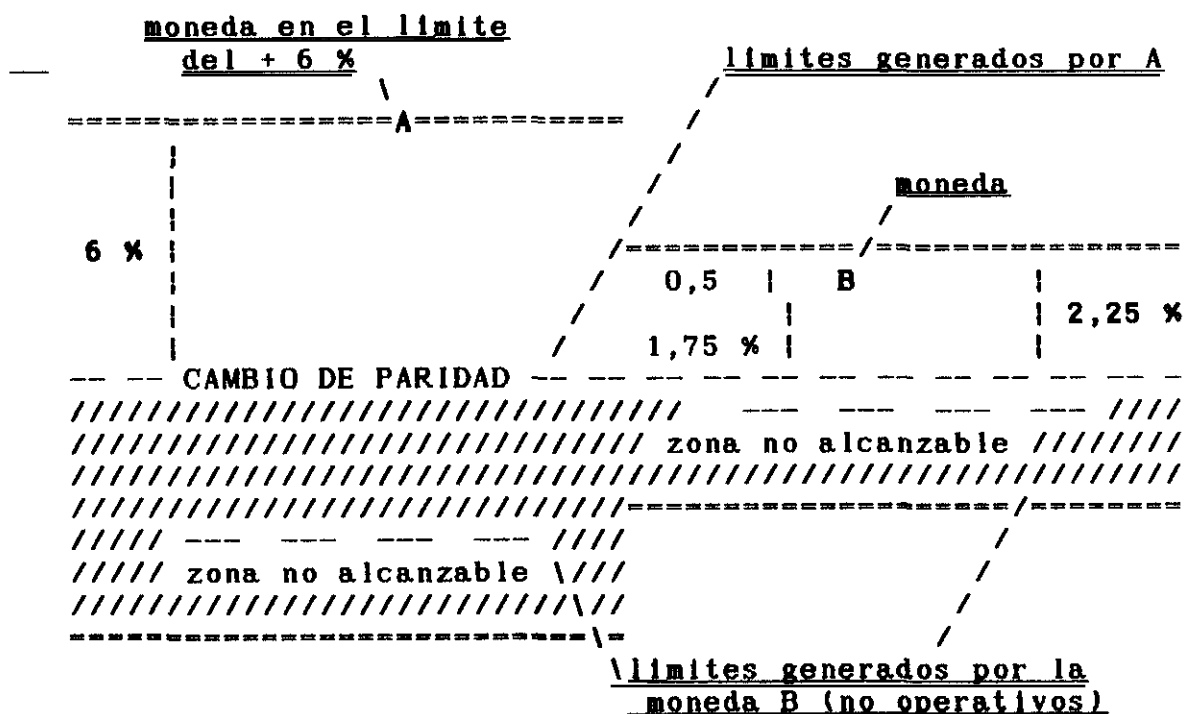
suponemos que la moneda considerada es la "relevante" para el análisis, esto no puede ocurrir (ya que en caso contrario la "moneda relevante" sería la otra, y respecto a ella sería que centrasemos el análisis).

2.1 b) Que la moneda fluctúe en la "banda amplia".

Al igual que sucedía en el caso 1.1 b), salvo que esta segunda moneda se situase en su centro de paridad bilateral, estaría creando un "límite intramarginal" que afectaría a la otra moneda que se sitúa en la "banda amplia". Sin embargo, a diferencia de lo que sucedía entonces, ahora sí va a poder restringir el movimiento de las monedas situadas en la "banda estrecha" en la que introduciría un "límite intramarginal" siempre y cuando se situase a una distancia de su margen de fluctuación inferior a la distancia que separa a la moneda considerada en el "margen estrecho" del suyo propio. Ambos "límites intramarginales" estarían tanto más cercanos al centro de paridad cuanto más próxima esté la segunda moneda de su margen de fluctuación.

Podemos considerar son las siguientes situaciones:

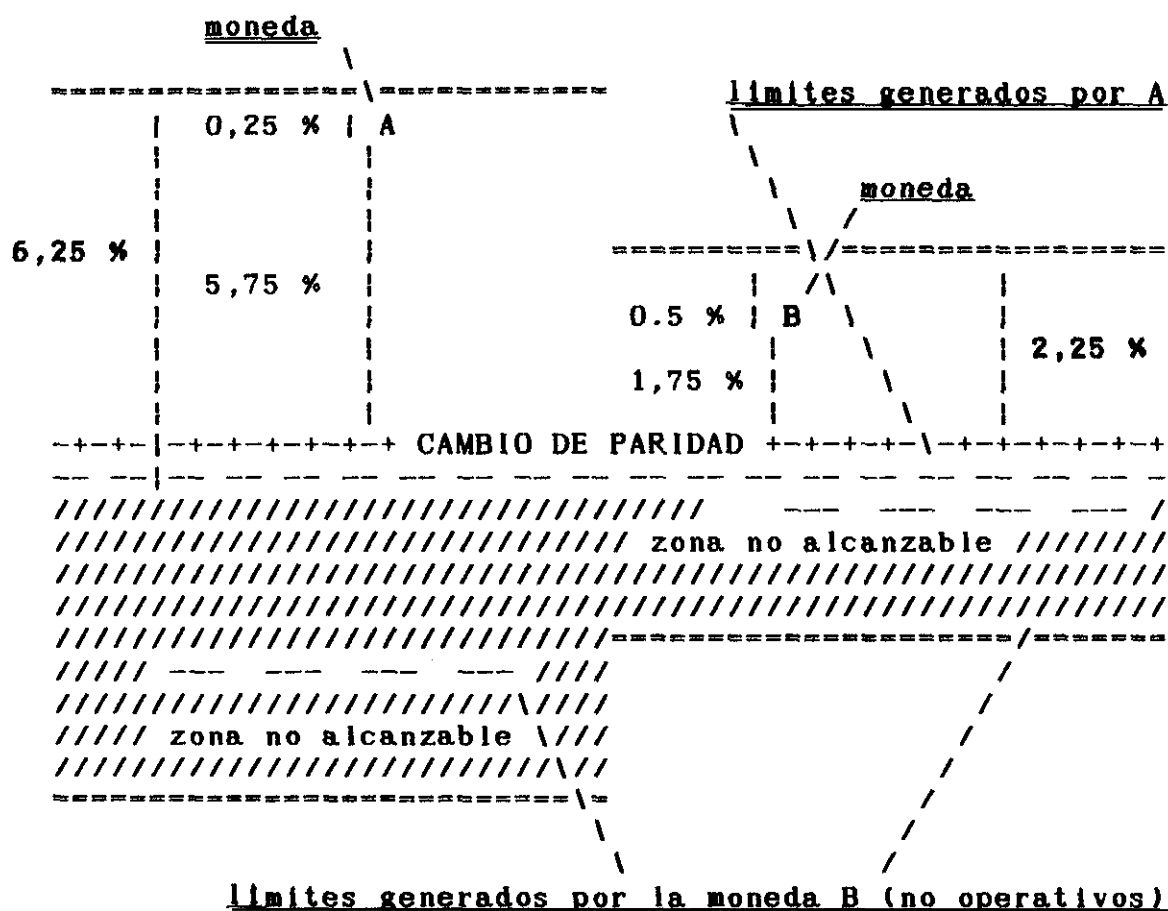
* Que la moneda que fluctúa en la "banda amplia" se sitúe en su margen de fluctuación, tendremos:



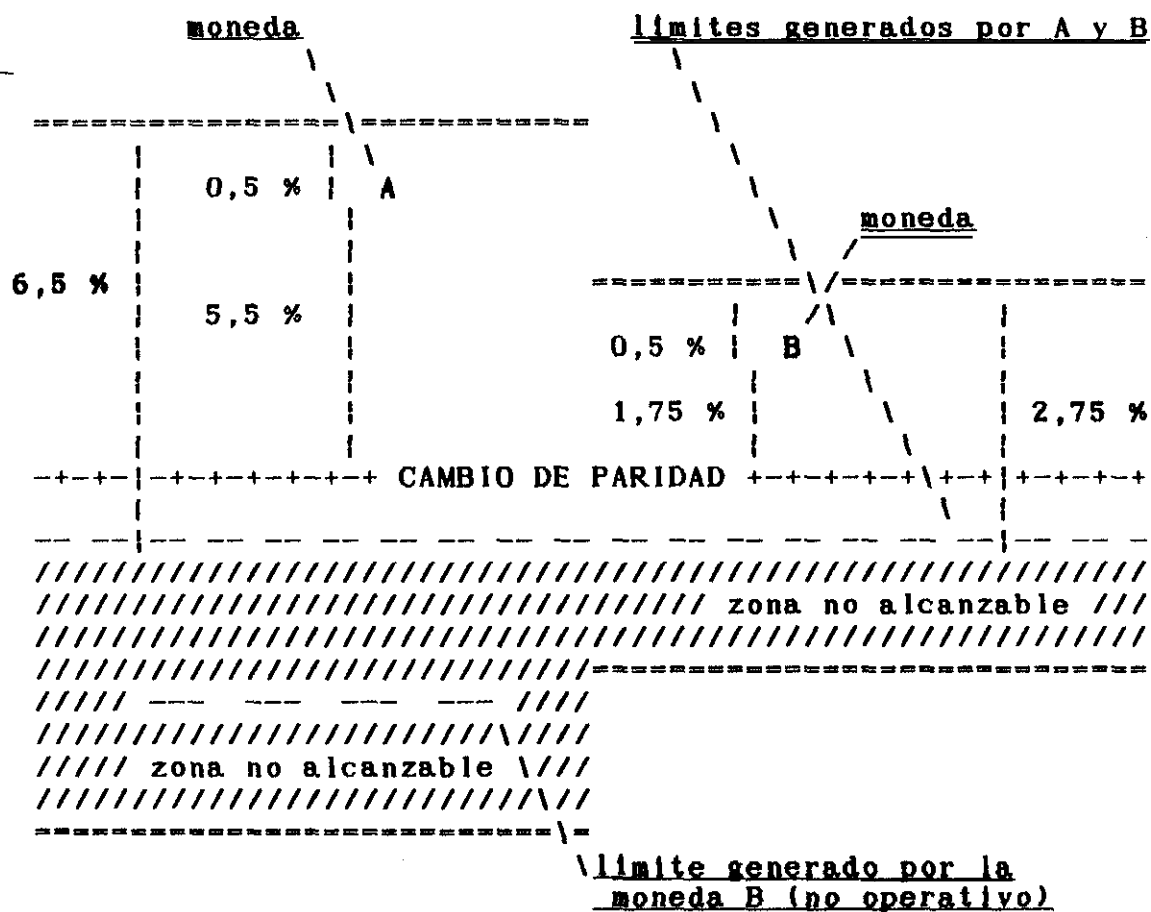
En este caso la moneda de "banda amplia" también va a limitar la fluctuación del resto, al impedir que las monedas que se desenvuelven en la "banda estrecha" lo hagan por la mitad opuesta a aquella en la que la moneda de mayor amplitud se ha situado, con lo que su efecto es más restrictivo al de la otra moneda (cuyos "límites intramarginales" va a absorber, haciendolos inoperativos). Y además va a limitar la fluctuación de las otras monedas de la "banda amplia" a la mitad en la que se encuentra ella situada.

* Si la moneda se encuentra en un punto situado a una distancia de su margen de fluctuación inferior a la que separa de su propio margen a la moneda que varía en la "banda estrecha" de fluctuación tendríamos un efecto similar al anterior, si bien el "límite intramarginal" generado se situaría en la mitad opuesta, es decir, por

debajo del centro bilateral de fluctuación, según figura en el siguiente dibujo:



* Si la moneda se encuentra en un punto situado a la misma distancia de su margen de fluctuación que la moneda que varía en la "banda estrecha" de fluctuación tendríamos que los "límites intramarginales" generados por ambas monedas dentro de la "banda estrecha" de fluctuación coincidirán, según figura en el dibujo, mientras se mantiene una situación parecida a las anteriores respecto a la "banda amplia":

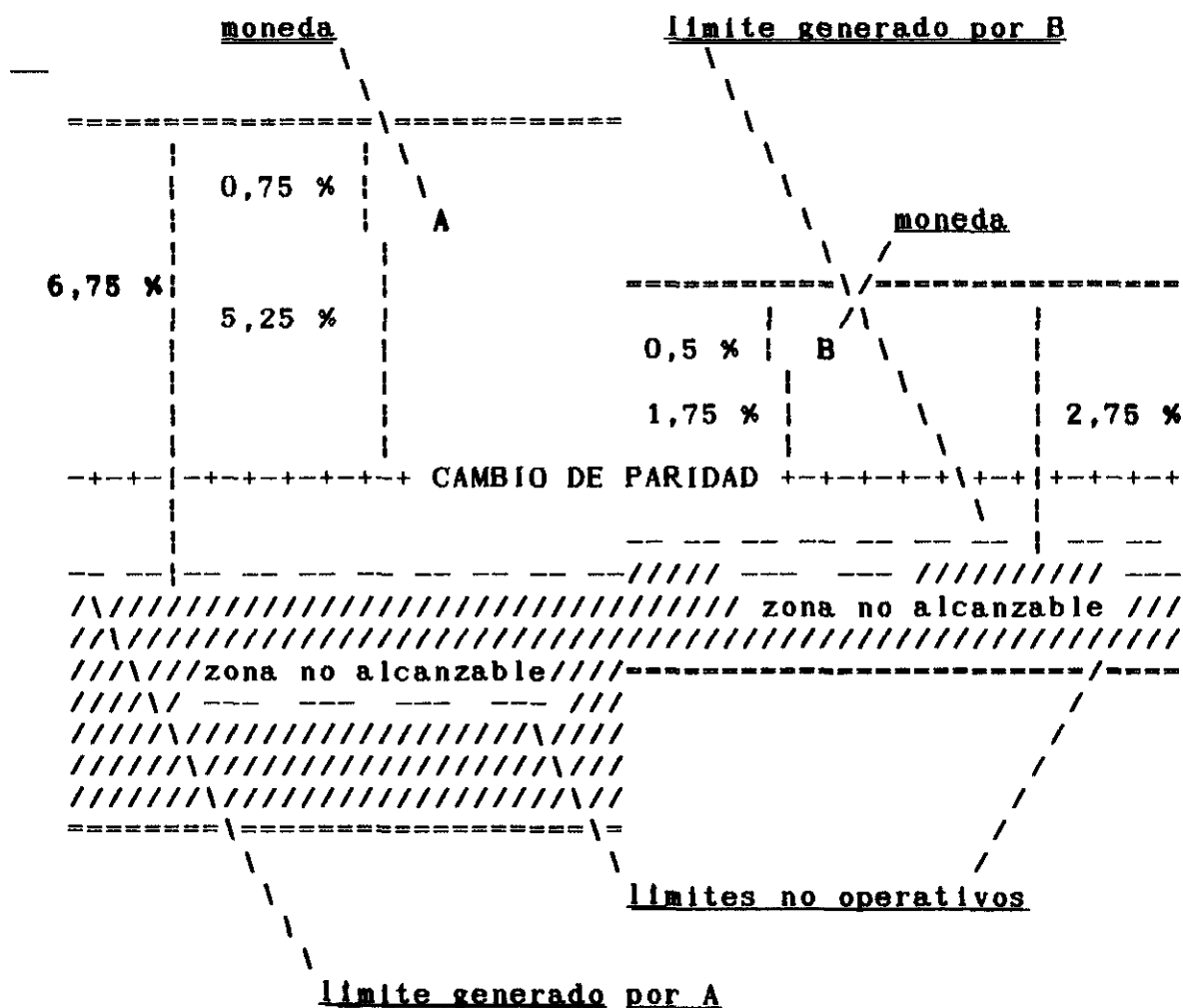


* Si la moneda se encuentra a mayor distancia de su margen de fluctuación que el que mantiene la moneda de la "banda estrecha" respecto al suyo propio, la influencia de aquella respecto a las monedas de esa "banda estrecha" será nula, debiendo distinguir dentro de este caso tres situaciones:

- a) Que la moneda que fluctúa en la "banda amplia" esté situada a mayor distancia del centro de paridad que la moneda que varía dentro de la "banda estrecha".

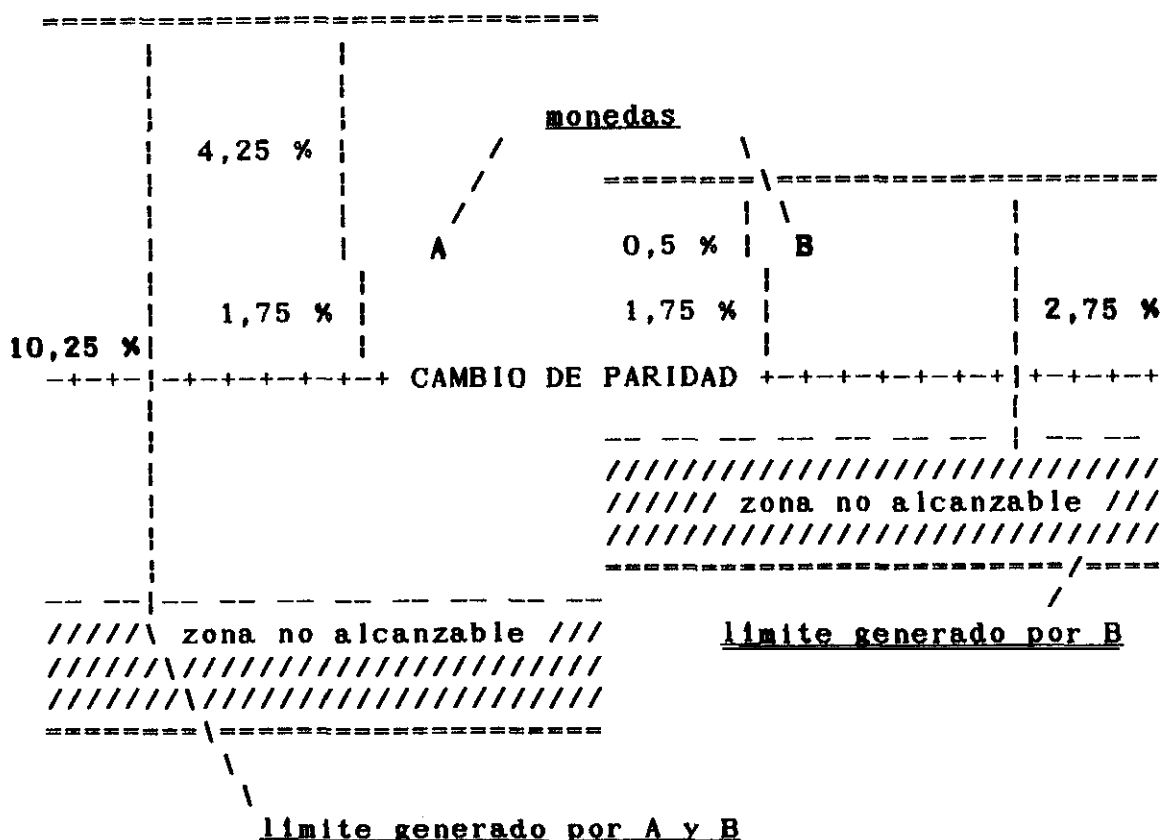
En este caso la situación sería similar a la anterior, si bien el "límite intramarginal" existente en la "banda amplia" estaría situado

más cerca del determinado por la moneda de la "banda estrecha", si bien éste último seguiría sin ser operativo.



b) Que la moneda que fluctúa en la "banda amplia" esté situada a igual distancia del centro de paridad que la moneda que varía dentro de la "banda estrecha".

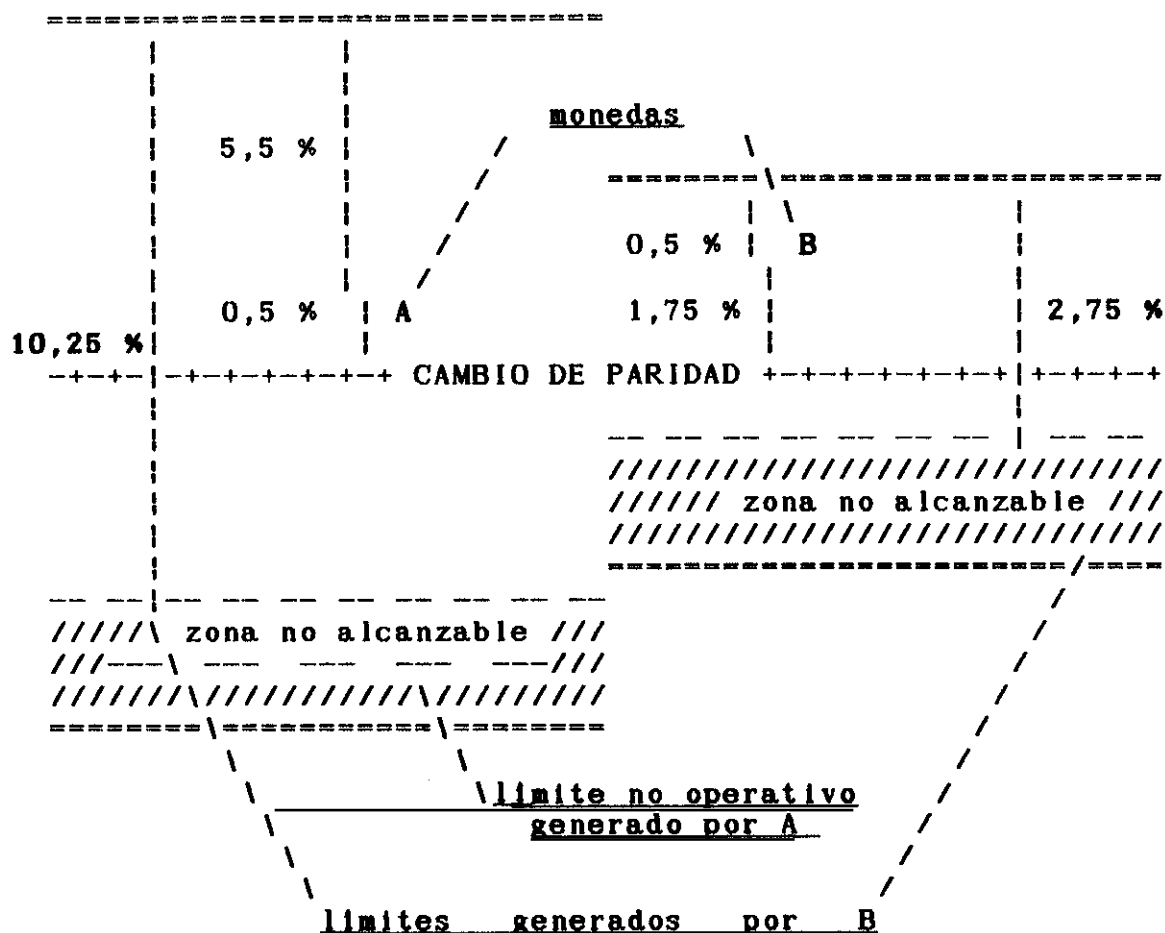
En estas condiciones ambas monedas van a generar un "límite intramarginal" idéntico en la "banda amplia", según se indica en el dibujo siguiente:



c) Que la moneda que fluctúa en la "banda amplia" esté situada a menor distancia del centro de paridad que la moneda que varía dentro de la "banda estrecha".

En este caso va a ser la moneda que varía en la "banda estrecha" la que va a determinar los límites de fluctuación de todas las demás monedas (restringiendo incluso el movimiento de la propia moneda que fluctúa en la "banda amplia"), ya que el "límite intramarginal" que genera la moneda que fluctúa en la "banda amplia" no es operativo, al estar más alejado de la paridad bilateral que el determinado por la

moneda que fluctúa en la "banda estrecha".



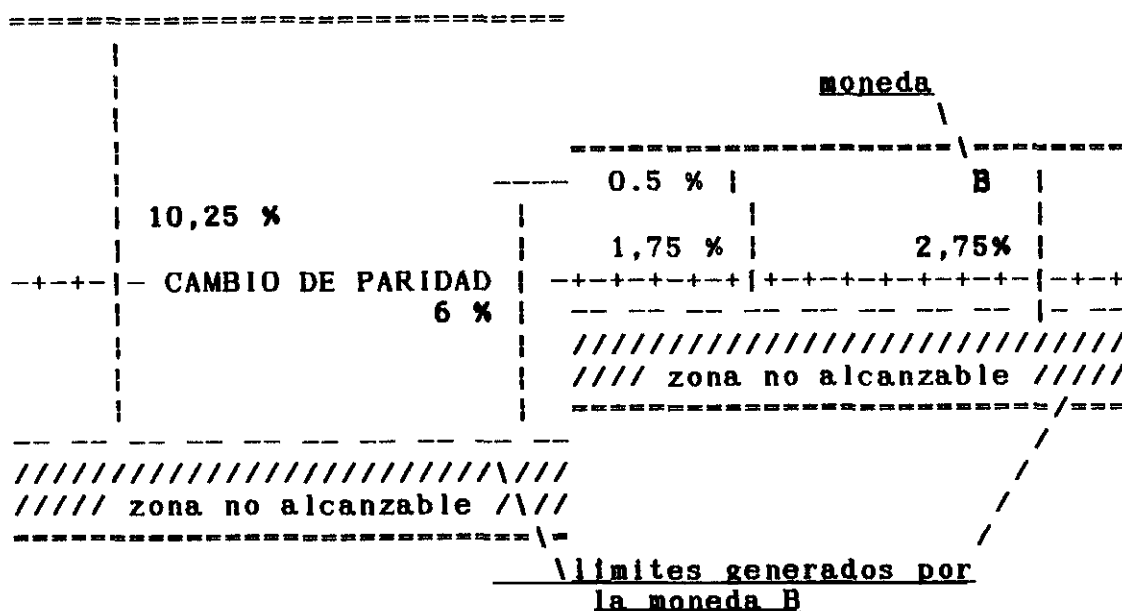
2.2) Situación de otra moneda dentro de la mitad opuesta respecto al centro bilateral de paridad.

Según la libertad de fluctuación de la que disfrute la moneda tendremos:

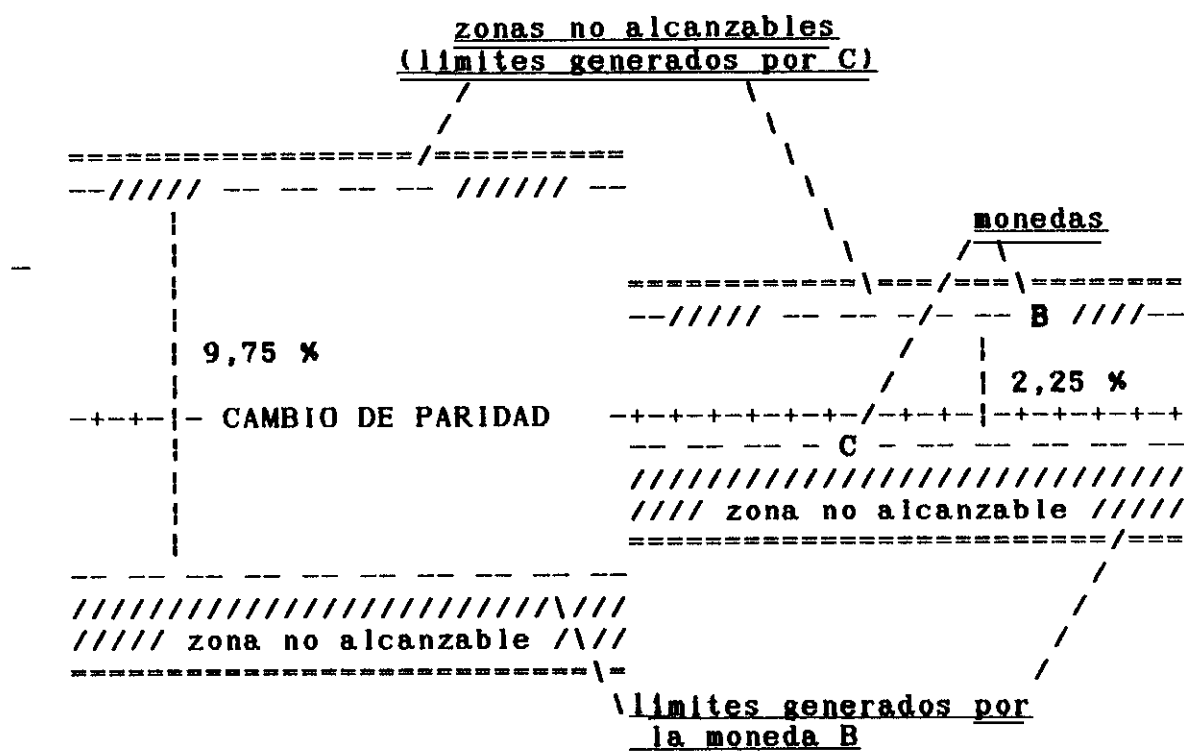
2.2 a) Que la moneda fluctúe en la "banda estrecha".

Esta nueva moneda sólo podrá moverse a lo largo de la mitad opuesta a aquella en la que está situada la moneda inicial siempre que no se aleje del centro de paridad en mayor proporción que lo que ésta se encuentra separada del margen

de fluctuación. En el ejemplo que estamos suponiendo esta separación no puede ser superior al 0,5 %.



La nueva moneda de la "banda estrecha" va a determinar unos "límites intramarginales" en las dos bandas de fluctuación situados a igual distancia de los márgenes del lado opuesto al de su propia situación que la que separa a esta moneda del centro de paridad. Considerando el caso extremo en el que esta nueva moneda se sitúa a la mayor distancia del centro de paridad que le permite la posición de la moneda inicial de la "banda estrecha" tendremos que en ésta se crea un "límite intramarginal" a la altura de la posición de esa moneda inicial, mientras que en la "banda amplia" se genera a una distancia, dadas las condiciones de nuestro ejemplo, de 0,5 % de su margen superior. En ambos casos ninguna moneda podrá alcanzar sus respectivos márgenes superiores de fluctuación, según figura en el siguiente dibujo:



2.2 b) Que la moneda fluctúe en la "banda amplia".

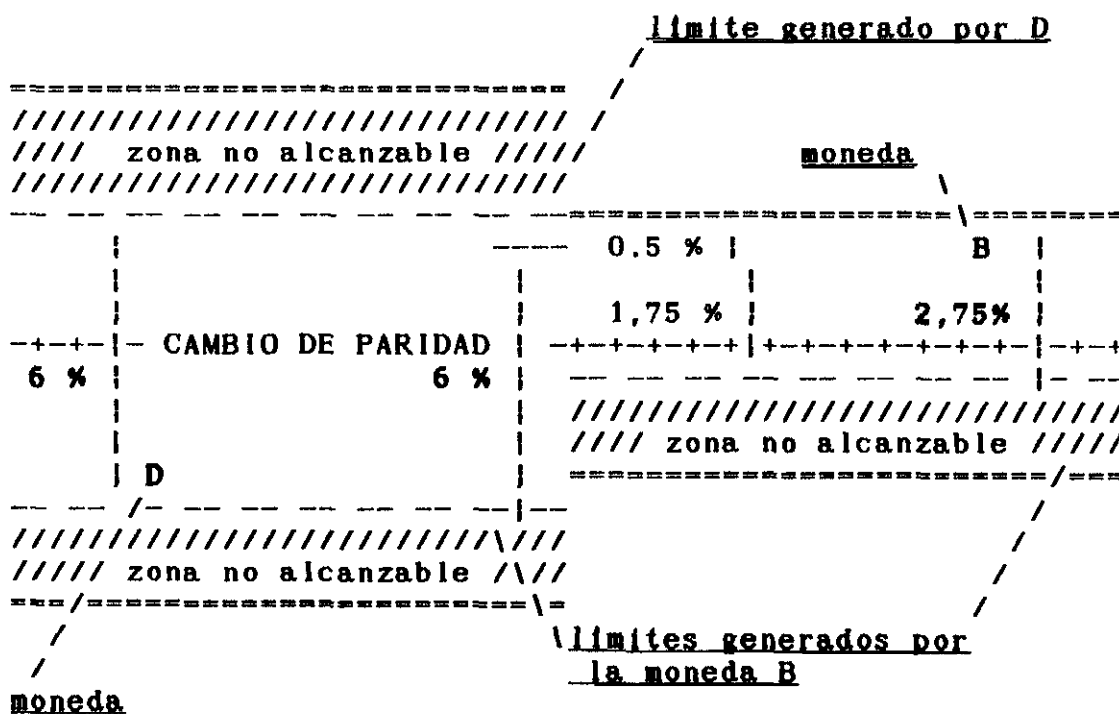
La nueva moneda sólo podrá moverse a lo largo de la mitad opuesta a aquella en la que está situada la moneda inicial siempre mantenga una distancia respecto al margen de fluctuación igual o superior a la distancia porcentual que mantiene la moneda inicial respecto al centro de paridad.

Cualquiera que sea la posición que ocupe en esa mitad de la banda de fluctuación va a generar un "límite intramarginal" en la mitad opuesta de la "banda amplia" en la que la misma se desenvuelve, que impedirá a las demás monedas alcanzar el margen de variación en aquella mitad. Respecto a la "banda estrecha", sin embargo, no tendrá efecto alguno hasta que la separación de su centro de paridad no supere el porcentaje de fluctuación permitido en la misma, es decir, el 2,25 %. Esto nos lleva a considerar dos casos relevantes, entre los cuales se desarrollarán todos los demás

posibles, por lo que tendremos las siguientes situaciones:

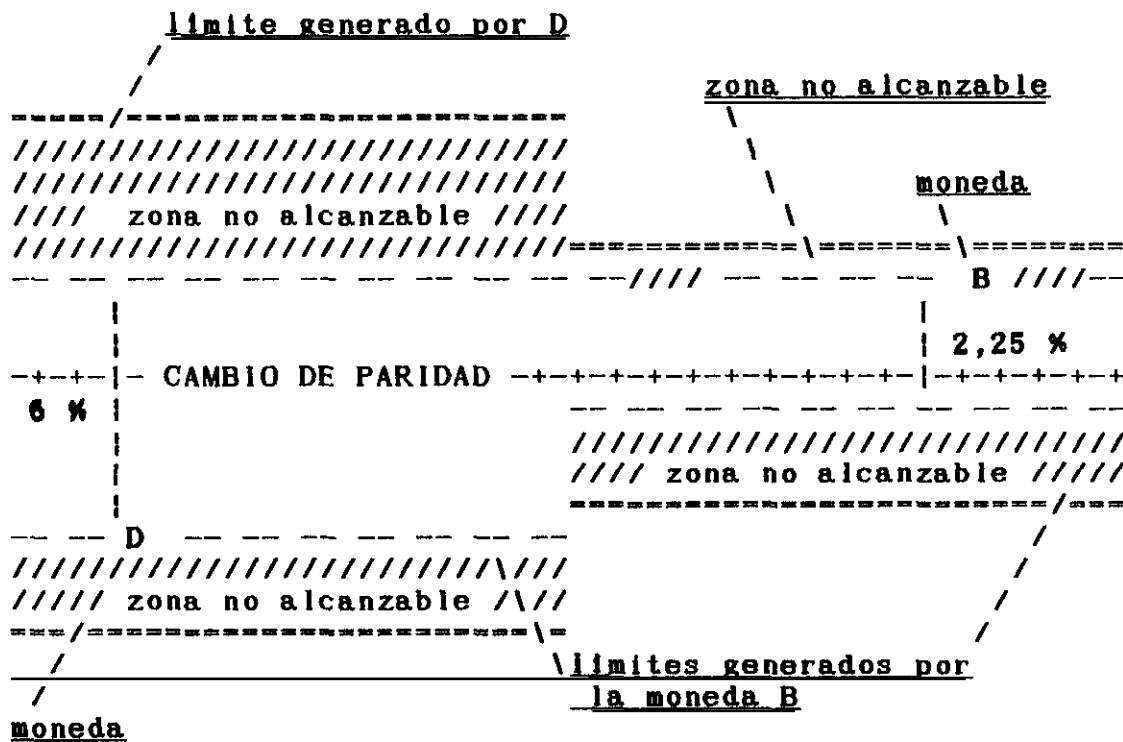
- Que la moneda se sitúe a una distancia de su centro de paridad igual al 2,25 %.

En esta posición, y en todas aquellas que estén aún más cercanas al centro de paridad, la moneda de la "banda amplia" resulta neutral para las monedas que fluctúan dentro de la "banda estrecha", ya que se generará un "límite intramarginal" a la misma distancia del centro de paridad que el margen de fluctuación de la "banda estrecha" según figura en el siguiente dibujo:



- Que la moneda se sitúe en el "límite intramarginal" generado por la moneda de la "banda estrecha".

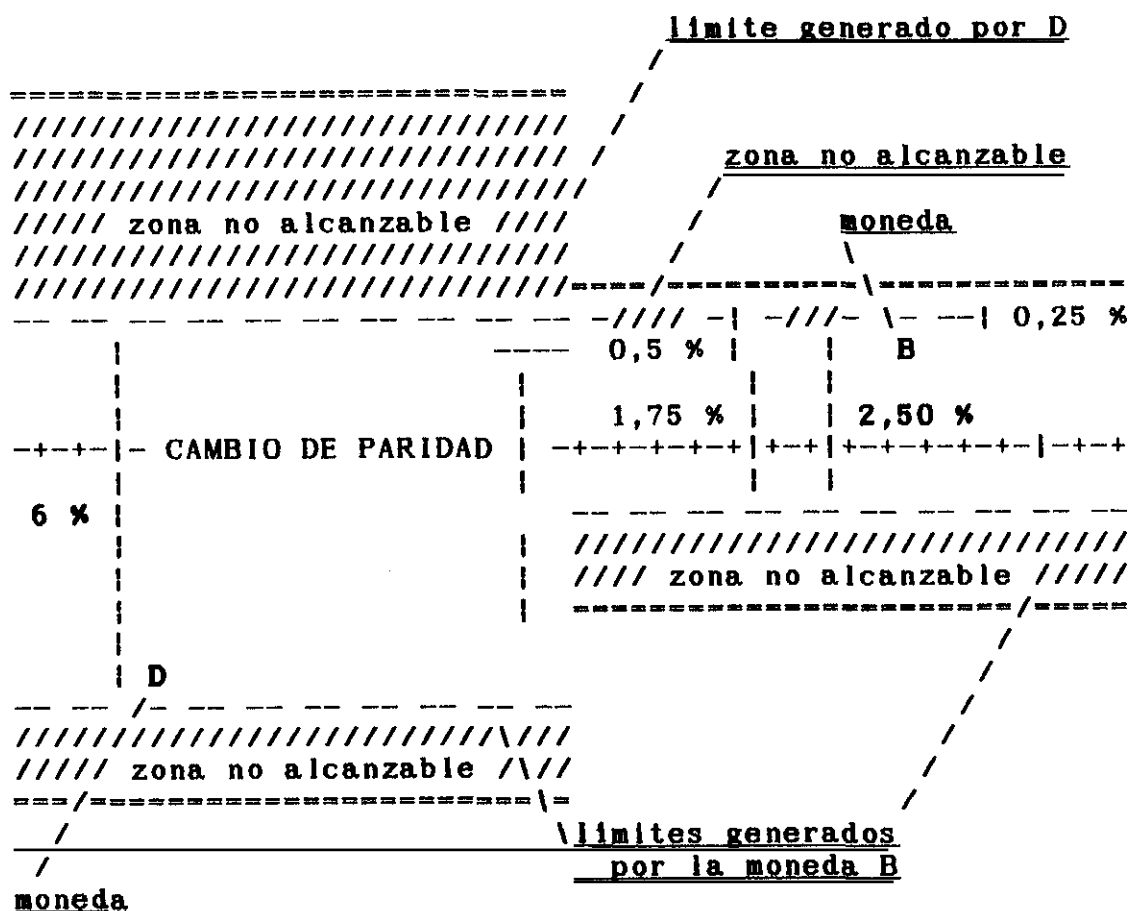
En este caso se generará un "límite intramarginal" a una distancia del centro de paridad igual a la que se encuentra la moneda inicial de la "banda estrecha", afectando a ambas bandas de fluctuación, según puede verse en el siguiente dibujo:



- Que la moneda se sitúe en una posición intermedia respecto a las anteriores, es decir, a una distancia superior al 2,25 % respecto al centro de paridad, pero sin llegar a alcanzar el "límite intramarginal" generado por la moneda inicial de la "banda estrecha".

En este caso las monedas verán incrementada su posibilidad de fluctuación respecto al anterior caso considerado, en el que ambas monedas estaban situadas en los "límites intramargina-

les" de fluctuación, siendo este mayor libertad de fluctuación igual al porcentaje que le falte a la moneda para alcanzar ese "límite intramarginal":



Con este último ejemplo ya hemos considerados todas aquellas situaciones en la que la moneda que sirve de base para el análisis es una moneda que fluctúa en la "banda estrecha", ya que no vamos a tener en cuenta situaciones en las que la moneda que hemos considerado como "base" del análisis se sitúe en el centro de paridad, ya que en esta situación su efecto es neutral, y cualquier condicionamiento a la fluctuación de las monedas de ambas bandas de variación vendría determinado por las posiciones que pudiesen ocupar otras monedas y no ésta.

Ahora deberemos considerar los efectos que provoca una moneda que varía en la "banda amplia" de fluctuación en las demás monedas con un porcentaje de variabilidad igual al suyo, y en las que mantienen unos límites más estrictos de fluctuación.

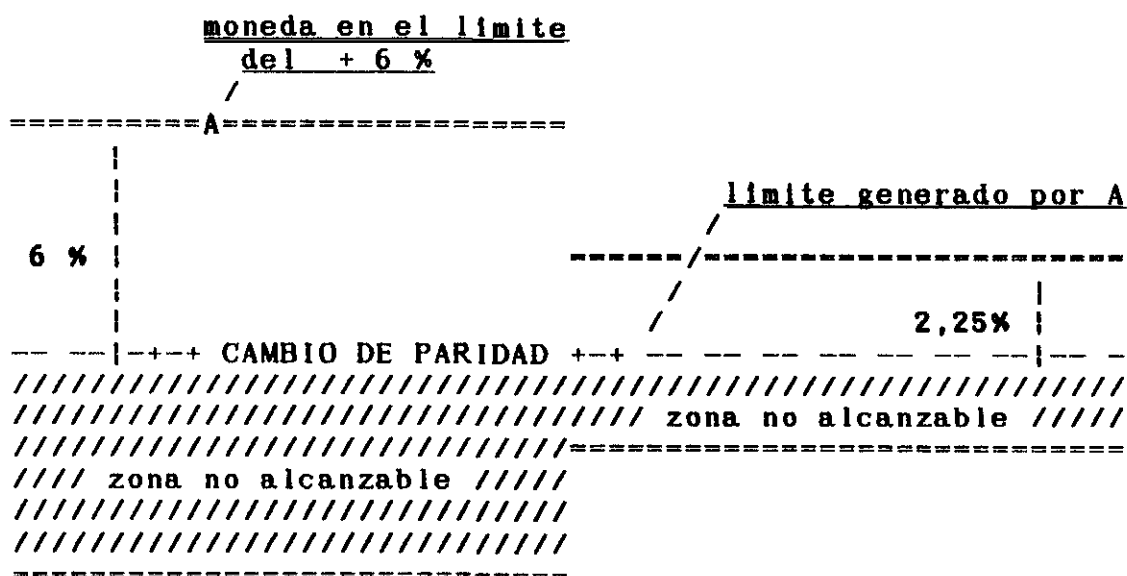
B) Que la moneda "base" fluctúe en la "banda amplia".

Nuevamente, para mantener las pautas expositivas que he seguido hasta el momento, consideremos los casos en los que la moneda "base" se sitúa en su margen de fluctuación o entre éste y el centro de paridad, sin hacer referencia a las situaciones en las que se sitúa en el centro de paridad y es, por tanto, neutral para el sistema.

Los casos que tendremos serán los siguientes:

- 1) Que la moneda situada en la "banda amplia" de fluctuación se sitúe en su margen de variación.

Su representación gráfica general será:



El efecto va a ser el que ya vimos en el caso ge-

neral, la posibilidad de fluctuación queda restringida a la mitad de la banda en la que se sitúa la moneda que alcanza su límite de fluctuación, para todas las monedas, con independencia de la banda en la que fluctúan, y la posición de estas monedas va a ser indiferente para el resto, que ya ven restringida su variabilidad lo máximo que puede ser posible por la posición de nuestra moneda "base".

Vemos, por tanto, la diferencia entre que la moneda que alcance el límite de fluctuación varíe en una banda u otra. En el caso de que esa moneda pertenezca a la banda "estrecha" afecta totalmente a las posibilidades de fluctuación de las restantes monedas situadas en la misma, y sólo parcialmente a las que disfrutan de una variabilidad mayor. Si por el contrario, la moneda que ocupa el límite de fluctuación varía a lo largo de la banda "amplia", restringe la fluctuación de todas las monedas del sistema a la mitad en la que ella se sitúa, con independencia de la banda de fluctuación en la que las mismas varíen.

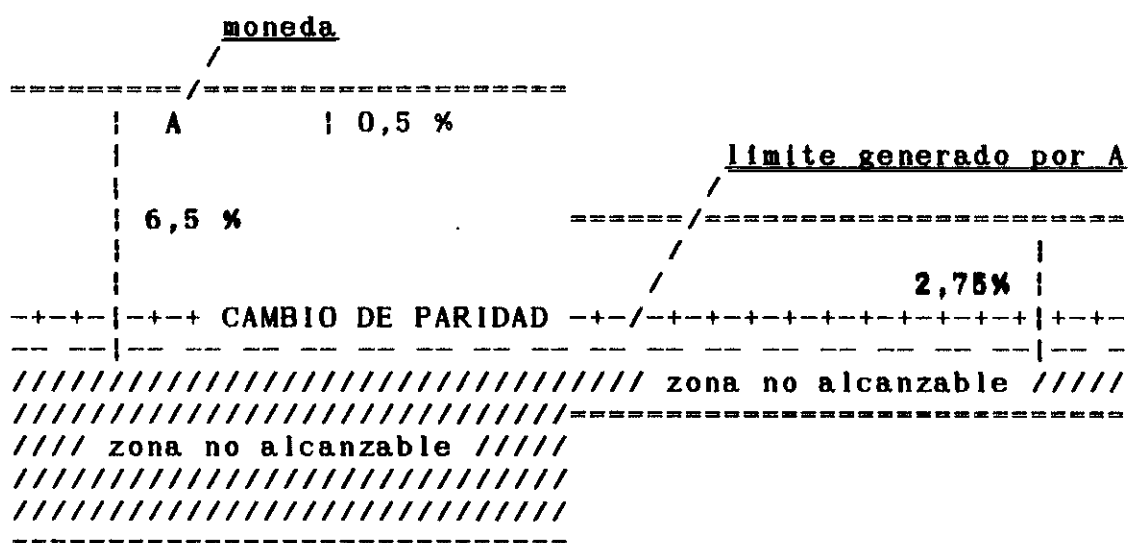
No procede en estas condiciones analizar la posición de otra moneda "relevante", al no existir ninguna que lo sea.

- 2) Que la moneda situada en la "banda amplia" de fluctuación se sitúe en un punto intermedio entre su margen de variación y el centro de paridad.

Salvo en el caso de que se situase en su centro de paridad bilateral, esta moneda estaría creando un "límite intramarginal" que afectaría a las demás monedas del sistema. Este "límite intramarginal" estaría tanto más cercano al centro de paridad cuanto más próxima esté la moneda de su margen de fluctuación.

Para poder analizar mejor cuales van a ser sus efectos, en lugar de considerar una posición fija de la misma supondremos diferentes posiciones "relevantes" que puede ocupar, y veremos sus efectos en ellas, así como el de las demás monedas.

2.1) Si la moneda se encuentra en un punto situado entre su margen de fluctuación y el correspondiente de la "banda estrecha" de fluctuación tendremos la situación representada en el gráfico siguiente:

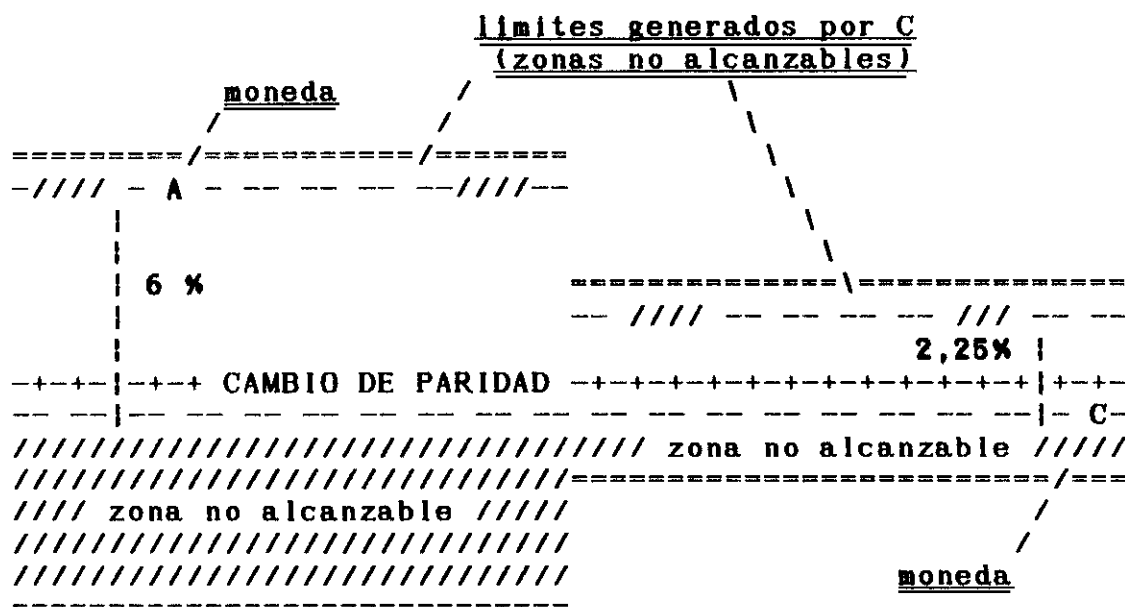


Ahora, la posición de la moneda "base" va a permitir una mayor variabilidad a las restantes monedas, ya que el "límite intramarginal" que genera estará situado en la mitad opuesta a aquella que ocupa la misma, y las de-

Estos "límites intramarginales" creados por estas monedas estarán tanto más lejos del margen de fluctuación al que afectan cuanto más cerca estén del "límite intramarginal" generado por la moneda "base". Y coincidirán con la posición de esta última cuando las mismas se sitúen exactamente en aquel. Los dibujos siguientes nos muestran estas situaciones extremas consideradas:

[illegible]

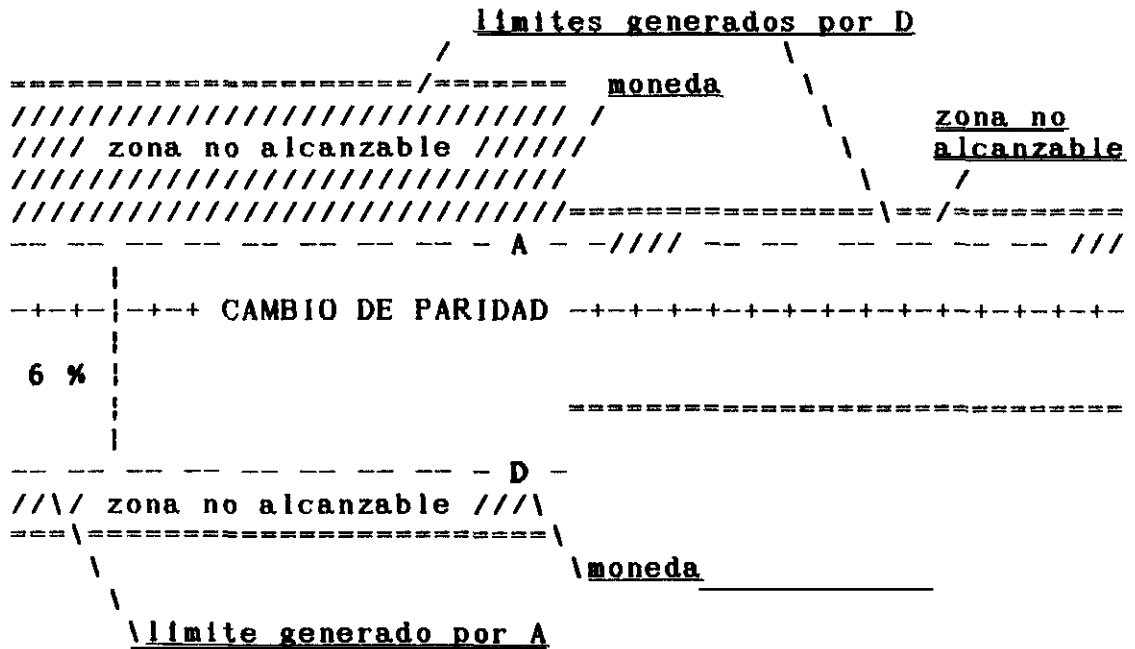
b) moneda de banda estrecha



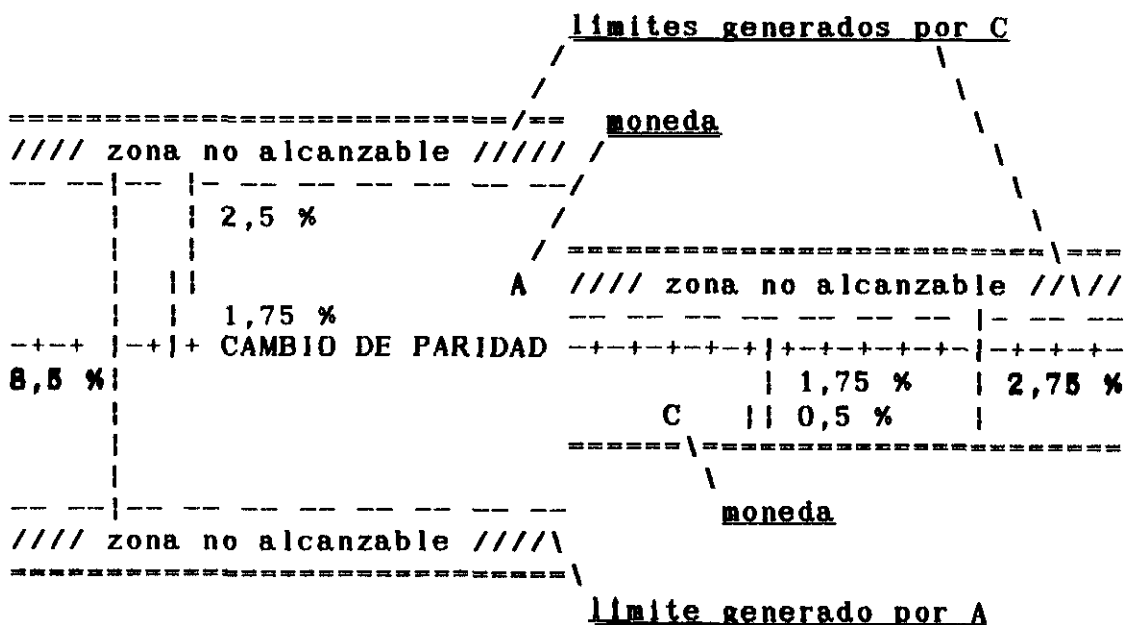
2.2) Si la moneda se encuentra en un punto situado a menos del 2,25 % del centro de paridad su influencia será nula sobre las monedas que se mueven en la banda estrecha, las cuales se verán afectadas por las posiciones de otras monedas de cualquiera de las dos bandas de fluctuación, pero no por la moneda "base" que estamos considerando.

Los efectos sobre las monedas de la "banda amplia", y los que las demás monedas tienen sobre la variabilidad de la moneda inicial serán similares a los del punto anterior. Distinguiendo nuevamente entre las otras dos monedas "relevantes" tendremos:

a) moneda de "banda amplia"



b) moneda de "banda estrecha"



Con esta hemos visto todas las posibilidades relevantes que podemos encontrar en el caso de la existencia conjunta de dos bandas de fluctuación en las que se desenvuelven distintas monedas. La utilización de todos los gráficos anteriores ha tenido la finalidad de facilitar la comprobación de como aumenta la complejidad a medida que introducimos varias monedas y permitimos que las mismas fluctúen de distinta manera, viendo como las posiciones de las divisas generan fácilmente puntos extremos de fluctuación (mediante el establecimiento de lo que hemos denominado "límites intramarginales"), de forma que al considerar la posición de una moneda debemos referirnos no sólo a su posición relativa respecto a todas las demás, lo que siempre es necesario, si no también, a las posibilidades de fluctuación que tienen cada una de esas divisas con la que la comparamos, así como la propia variabilidad de aquella cuya "banda de fluctuación efectiva" queramos determinar.

Como ya hicimos al considerar la existencia de una banda de fluctuación única, es posible establecer un esquema práctico que permita determinar cual es la "banda de fluctuación efectiva" de una moneda dada, en un momento preciso, agrupando las diferentes situaciones vistas anteriormente para conocer cuales son las monedas más alejadas entre sí, y determinar tras ello los "límites intramarginales a los que pudieran dar lugar. Para lograrlo deberemos seguir los siguientes pasos:

A) Ver si existe alguna moneda que esté situada en el margen de fluctuación, ya que como vimos esto origina el que las demás monedas no puedan situarse en el lado opuesto de la banda de fluctuación, con independencia de la amplitud de la banda en la que se de-

[illegible]

B) En el caso de que ninguna moneda se encuentre en el límite de fluctuación habrá que determinar cual es la moneda más alejada del tipo de cambio de paridad:

- 368 -

Las mismas nos van a determinar, en cada mitad de las bandas de fluctuación, dos "límites intramarginales" al desplazamiento de las demás monedas dentro de la otra mitad de sus respectivas bandas de fluctuación, impidiéndolas alcanzar el margen situado en la mitad opuesta de la banda de fluctuación a aquella en la que está situada esta moneda.

De generarse dos límites en alguna de las bandas de las bandas de fluctuación, se considerará el más cercano al tipo bilateral de paridad, resultando inoperativo el otro.

La "banda efectiva de fluctuación" para cada una de las monedas vendrá dada por la diferencia entre el margen total de fluctuación que mantenga la moneda que genera el "límite intramarginal" dentro de su banda menos el montante de las distancias porcentuales de las dos monedas extremas, es decir, la más depreciada y la más fuerte, respecto al centro de paridad, debiendo distinguirse las siguientes situaciones:

* Que las dos monedas que generan los límites intramarginales pertenezcan a la "banda estrecha" de variación.

En este caso, la "banda efectiva de fluctuación" se calculará de igual forma que vimos en el análisis de la existencia de una única banda de variación, es decir, restando a la totalidad de la amplitud de la banda la suma de la diferencia porcentual que mantienen ambas monedas respecto al centro de paridad bilateral.

Por ejemplo, en el caso de que las monedas se situasen al 1 % y al 0,5 % del centro de paridad tendremos:

$$4,5 \% - (1 \% + 0,5 \%) = 3 \%$$

$$12 \% - (1 \% + 0,5 \%) = 10,5 \%$$

La mayor reducción que pueden experimentar las "bandas reales de fluctuación" es del 2,25 % (que es la separación máxima que ambas monedas pueden experimentar entre sí), con lo que el valor mínimo de las mismas sería:

$$4,5 \% - 2,25 \% = 2,25 \%$$

$$12 \% - 2,25 \% = 9,75 \%$$

* Que las dos monedas que generan los límites intramarginales pertenezcan a la "banda amplia" de fluctuación.

a) Respecto a la "banda amplia" de fluctuación se actuará del mismo modo que en el caso anterior, siendo el valor máximo de la misma del 12 % (en aquellos casos en los que todas las monedas estén situadas en el centro de paridad bilateral) y el mínimo del 6 % (cuando alguna moneda se sitúe en uno de sus márgenes, o dos monedas se encuentren a la mayor distancia porcentual posible entre sí).

b) El efecto sobre la "banda estrecha" va a depender de la distancia que separe a las mone-

das de su margen de fluctuación:

b.1) Si la distancia de una cualquiera de las monedas es inferior a la mitad de la "banda estrecha", es decir, inferior a 2,25 % (o lo que es lo mismo, dicha moneda se encuentra del centro de paridad bilateral a más del 3,75 %, que es la diferencia entre la fluctuación posible respecto al mismo en cada una de las bandas (6 % - 2,25 %)), la "banda real de fluctuación" de las monedas que están restringidas a una menor variabilidad vendrá dada por el montante que resulta de sumar a la mitad de la "banda estrecha" (2,25 %) la separación de dicha moneda respecto a su margen, en términos porcentuales, siendo su valor mínimo del 2,25 %, cuando la moneda de la "banda amplia" se encuentra situada sobre ese margen de fluctuación, y del 4,5 % cuando su separación respecto del mismo es igual (o superior, como veremos a continuación) al 2,25 %, es decir, cuando se está situada a una distancia del centro de paridad bilateral igual (o inferior) al 3,75 %.

La posición de la otra moneda resulta indiferente al no poder estar situada a mayor distancia del centro de paridad que la moneda que estamos considerando, ya que ello supondría apartarse de ésta más del 6 %. La distancia mayor a la que puede estar del centro de paridad será de 2,25 %, justo cuando la otra moneda esté situada a 2,25 % puntos porcentuales de su margen de fluctuación,

y, por lo tanto, esta segunda moneda no afectará a las de la "banda estrecha" de fluctuación.

b.2) Si ambas monedas se encuentran situadas a una distancia de su respectivo margen de fluctuación superior (o igual, como veíamos en el caso anterior) al 2,25 %, es decir, se encuentran a una distancia del centro bilateral de paridad inferior al 3,75 %, las monedas de la "banda estrecha" no se ven afectadas en sus posibilidades de variación, pudiendo hacerlo en función de las limitaciones que ellas mismas se impongan entre sí. Por lo tanto, en este caso, para determinar cuáles es su "banda efectiva de fluctuación" de las mismas se actuará como si no existiese otra banda de fluctuación adicional.

Para el caso de que las monedas de la "banda amplia" se situasen al 4 % y al 0,5 % del centro de paridad deberíamos seguir el siguiente proceso:

- Distancia a su margen de fluctuación de la que está más alejada del centro bilateral de paridad: 2 % (INFERIOR AL 2,25 %: b.1)

BANDA ESTRECHA REAL

$$2,25 \% + 2 \% = 4,25 \%$$

BANDA AMPLIA REAL

$$12 \% - (4 \% + 0,5 \%) = 7,5 \%$$

En el caso de que estas monedas de la "banda amplia" se situasen al 3 % y al 1,5 % del centro de paridad el mecanismo a seguir sería el siguiente:

- Distancia a su margen de fluctuación de la que está más alejada del centro bilateral de paridad: 3 % (SUPERIOR AL 2,25 %: b.2)

BANDA ESTRECHA REAL

La que se derive de la posición de las monedas que fluctúen en la misma

BANDA AMPLIA REAL

$$12 \% - (3 \% + 1,5 \%) = 7,5 \%$$

* Que las dos monedas que generan los límites intramarginales pertenezcan a una banda de fluctuación diferente.

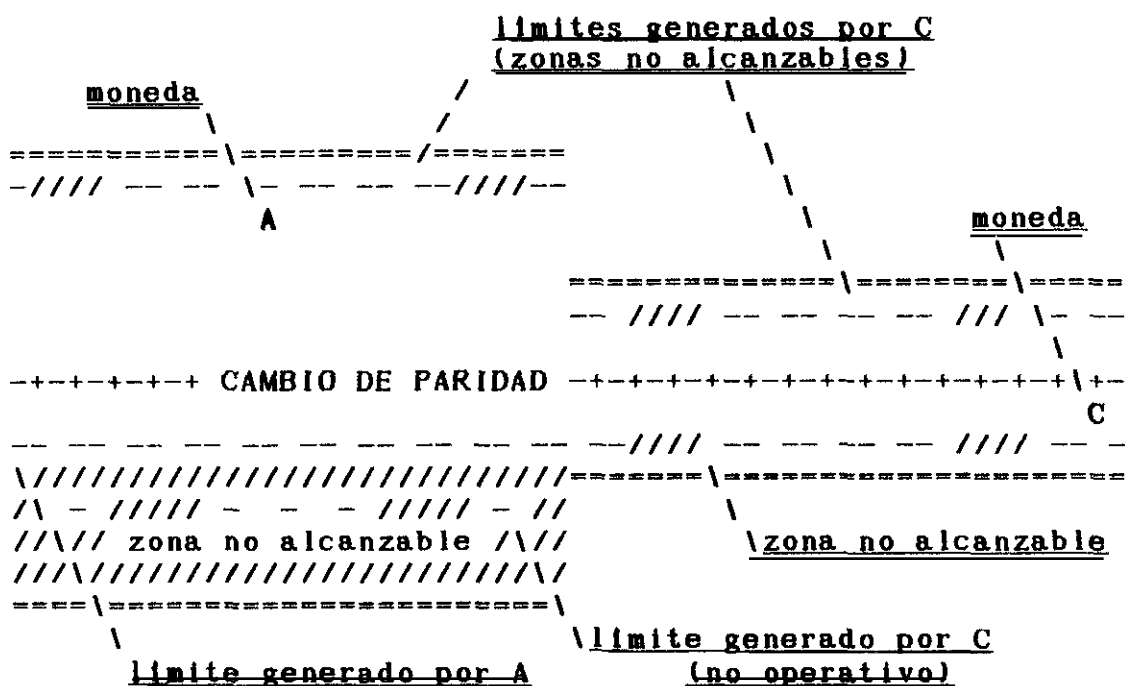
Debemos suponer que, salvo que la moneda de "banda amplia" esté situada en su margen de fluctuación, ambas monedas van a estar situadas en lados opuestos respecto a la paridad central bilateral, ya que de lo contrario solamente una de ellas sería relevante para las demás monedas. En estas condiciones:

- a) La moneda de "banda amplia" marcará un "límite intramarginal" respecto a la variabilidad de la otra moneda, determinándolo respecto a las demás de su misma

banda de fluctuación sólo si se encuentra situada a una distancia del centro de paridad bilateral mayor que la amplitud de la "banda estrecha" en esa mitad, es decir, más del 2,25 %, ya que en caso contrario, serían las monedas de la "banda estrecha" situadas en su mismo lado las que marcarían el límite.

b) Respecto a las monedas de "banda estrecha", la moneda que oscila en la misma va a generar un "límite intramarginal" en la mitad opuesta en la que esté situada, no existiendo límite a la variabilidad dentro de la mitad en la que se encuentra la misma situada si la moneda que fluctúa en la "banda amplia" se aparta de su margen de fluctuación más de la amplitud de la mitad de la "banda estrecha", es decir, el 2,25 %.

La representación gráfica de esta situación podría ser la siguiente:



Para el caso de que la moneda que varía a lo largo de la "banda amplia" se situase al 4 %, y la que fluctúa en la "banda estrecha" estuviese al 0,5 % del centro de paridad, respectivamente, deberíamos seguir el proceso siguiente:

- Distancia a su margen de fluctuación de la moneda que fluctúa a lo largo de la "banda amplia": 2 % (INFERIOR AL 2,25 %)

a) Genera un "límite intramarginal" a una distancia de 0,25 % del margen de la "banda estrecha" opuesto a su propia posición.

b) Genera un "límite intramarginal" en la "banda amplia", situado al 2 % del centro de paridad bilateral.

- Distancia al centro de paridad de la moneda que fluctúa a lo largo de la "banda estrecha": 0,5 %

a) Va a generar un "límite intramarginal" a 0,5 % del margen de fluctuación de la "banda amplia" situado en la mitad opuesta a la posición que ella ocupa.

b) Generará, igualmente un "límite intramarginal" en su propia banda de variabilidad, a igual distancia del margen de fluctuación opuesto a la mitad que la misma esté ocupando: 0,5 %.

Las "bandas efectivas reales" vendrán dadas por la aplicación de las normas que hemos considerado en los casos anteriores, por lo que tendremos:

BANDA ESTRECHA REAL

$$\begin{array}{ccccccc} 2,25 \% & + & 2 \% & - & 0,5 \% & = & 3,75 \% \\ (*) & & & & (**) & & \end{array}$$

BANDA AMPLIA REAL

$$\begin{array}{ccccccc} 12 \% & - & (4 \% & + & 0,5 \%) & = & 7,5 \% \\ (*) & & & & (**) & & \end{array}$$

(*) Efecto de la moneda de "banda amplia".

(**) Efecto de la moneda de "banda estrecha".

EXISTENCIA DE UNA TERCERA BANDA DE FLUCTUACION

En el Sistema Monetario Europeo no han coexistido hasta el momento (y resulta difícil que pueda variar esta situación una vez iniciado el camino de la unión monetaria), más que dos bandas de fluctuación, que hemos considerado anteriormente. Sin embargo el límite del $\pm 6\%$ tiene un carácter de máximo para los países que no participaron en el sistema de la "serpiente monetaria", y los márgenes del $\pm 2,25\%$ podrían reducirse si se considera oportuno. Aún sin considerar esta última situación no resultaría improbable que algún país que todavía no participe en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, en el momento de su adhesión al mismo no estuviese en condiciones de aceptar los "estrictos" límites del $\pm 2,25\%$, y no considerase adecuado permitir que su moneda pudiese fluctuar en el tiempo un 12% , con lo que propusiese su adhesión en una banda de fluctuación intermedia entre las dos indicadas. Esta situación quedaría representada de la siguiente forma:

=====

=====

=====

-+--+--+--+--+--+--+--+ CENTRO DE PARIDAD -+--+--+--+--+--+--+--+

=====

=====

=====

La existencia de esta tercera banda de fluctuación compli-

carla todavía más la ya ardua tarea de determinar los límites entre los que se puede mover una moneda, si bien la explicación teórica de su existencia puede llevarse a cabo haciendo uso de los gráficos y explicaciones vistas en los anteriores puntos, si bien, al no aportar nada nuevo al análisis realizado, y en aras de evitar una nueva exposición, que vendría a repetir de nuevo lo ya considerado en las últimas páginas, voy a obviar su análisis, y me limitaré tan sólo a indicar que para la determinación de su funcionamiento bastará con considerar dos de las bandas de fluctuación que tengan una variabilidad más próxima, y una vez establecidos los "límites intramarginales" la tercera banda de fluctuación atendiendo de forma especial a si la variabilidad en la misma es menor, o mayor, a la que permiten las dos consideradas inicialmente.

Sin embargo, esto que puede expresarse de forma tan genérica, y pudiera parecer relativamente fácil, lleva implícita una dificultad que, a efectos de lograr una mayor claridad expositiva, ha sido dejaba a un lado a la hora del análisis, pero que en ningún momento ha sido olvidada, y es que al hablar del centro de paridad bilateral estamos obligados a conocer los valores del mismo para cada par de monedas, lo que considerado de forma conjunta significa tener en cuenta el cambio de paridad de cada una de las monedas respecto a todas las demás. A esto se añadirá entonces la variabilidad máxima que cada una de esas monedas pueda alcanzar, en función de la banda en la que fluctúe y de la posición de las demás monedas. Trabajar con porcentajes, tal y como se ha hecho en el análisis puede resultar mucho más fácil pero, en el momento de determinar los "límites intramarginales" para las monedas deberemos indicar cual es el

valor de cada uno de los porcentajes en todas las monedas afectadas. La "banda efectiva de fluctuación" se expresará entonces como el recorrido entre dos valores de una moneda en relación a cada una de las restantes.

En el apartado anterior hemos visto como, partiendo de las relaciones de las monedas del sistema entre sí, obteníamos unos valores máximos de fluctuación para dichas monedas, y se determinaban unos límites de fluctuación que no podían ser traspasados por las mismas. Para evitar que una moneda supere los márgenes de fluctuación respecto a otra moneda, las autoridades económicas de los países afectados (ya que siempre habría dos monedas implicadas) intervienen en los mercados cambiarios mediante la compra de la moneda que se deprecia y la venta de la moneda que tiende a revalorizarse, bien utilizando esas mismas monedas para las operaciones o bien una tercera moneda ajena al sistema (lo que evita tensiones excesivas en el mismo). Sin embargo, una vez alcanzado el límite de fluctuación, las intervenciones de dichas autoridades se convierten en obligatorias e ilimitadas, hasta que sus respectivas monedas vuelvan a los valores permitidos, dentro de los márgenes de fluctuación. La intervención mencionada deberá realizarse en las monedas de los países que participan en el sistema del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Esta situación resulta especialmente onerosa para el país cuya moneda tiende a depreciarse, ya que deberá comprar sus monedas a cambio de las reservas que pudiera tener acumuladas. La posibilidad de que no pueda hacer frente a esta obligación es lo que dió lugar a que se introdujese la opción para estos países a tomar prestado de otros países las divisas necesarias, o bien acudir a la ayuda del FECOM

(Fondo Europeo de Cooperación Monetaria), que a través del Mecanismo de Financiación a Muy Corto Plazo, y con las condiciones que veremos al considerar estas ayudas financieras en el apartado correspondiente, puede recibir.

El indicador de divergencia y la intervención intramarginal

Hemos visto en los puntos anteriores como el Sistema Monetario Europeo incluía unas reglas de intervención obligatorias, y de carácter ilimitado, para aquellos casos en que dos monedas se separaban entre sí por encima de unos márgenes previamente establecidos. Estas reglas de intervención obligaban a tener en cuenta las relaciones bilaterales de cada moneda con respecto a todas las demás, pero consideradas de forma independiente. Sin embargo, la obligatoriedad de la intervención recaía por igual en las dos monedas cuya separación bilateral superase estos límites, con lo que un país que llevase a cabo una política coherente con su situación económica y la del sistema en el que está integrado podía verse afectado, y forzado a intervenir en el mercado de divisas, como consecuencia de la articulación de una política inadecuada llevada a cabo por parte de otro país miembro del sistema. Para evitar esta situación se introdujo en el Sistema Monetario Europeo un mecanismo que permitiese establecer las variaciones que experimentaban las cotizaciones de cada una de las monedas respecto a todas las demás, pero no consideradas de forma individual si no en su conjunto, de forma que en todo momento se pudiese determinar cual era el país que estaba teniendo una actuación diferenciada de la del resto, y provocando con ello la divergencia cambiaria de su moneda tanto en relación a aquella moneda respecto a la que alcanzaba el límite

de fluctuación como con todas las demás. Este mecanismo es el denominado "indicador de divergencia", el cual basado en la paridad de cada moneda respecto al ECU, como centro del sistema, permite establecer un nuevo mecanismo de intervención, que no tiene carácter obligatorio si no que constituye, según determina el punto 3.6 de la Resolución del Consejo Europeo de 5 de diciembre de 1.978, una presunción de que las autoridades afectadas corregirán la situación y adoptarán una serie de medidas adecuadas, ya que en caso contrario, una vez que la intervención sea obligatoria, por superarse este límite, el peso del ajuste recaerá sobre su moneda, y deberán ser las autoridades de este país, y no las de el otro país cuya moneda se sitúa en su límite de fluctuación, las que adopten las medidas de ajuste que sean precisas para corregir esta divergencia.

Las autoridades de los países del sistema, al ser conscientes de que una vez superados por su moneda los límites de fluctuación que le están permitidos, van a verse obligados a intervenir de forma obligatoria, y con carácter ilimitado, para hacer volver a su divisa a los cauces del sistema, y los efectos negativos de tales actuaciones, estarán dispuestas a adoptar medidas que eviten alcanzar estos límites. Para determinar unos valores objetivos que sirvan de referencia a esta "actuación voluntaria" se establecen los "límites máximos de divergencia" y los "umbrales de divergencia" (88).

Los límites máximos de divergencia

Cada una de las monedas del Sistema Monetario Europeo puede fluctuar respecto al centro del mecanismo de cambios, el ECU, en igual proporción que puede hacerlo, con carácter bilateral,

con respecto a las restantes monedas, en función de la banda de fluctuación en la que se desenvuelve. Sin embargo, dado que la propia moneda participa en el ECU, habrá un porcentaje del mismo respecto al cual la moneda considerada no pueda variar. Esto da lugar a que, si bien los porcentajes de fluctuación son los de las diferentes bandas de variación existentes, el límite máximo de divergencia de cada moneda respecto al ECU será siempre menor que la fluctuación bilateral permitida, estando más alejados ambos valores cuanto mayor sea la participación de la moneda en el ECU.

El límite máximo de divergencia de una moneda vendrá dado por el límite de fluctuación de la moneda ponderado por aquella proporción de ECU en la que la moneda no participa, es decir, su valor se obtendrá multiplicando a dicho límite de fluctuación por la diferencia entre la unidad y el peso o ponderación de la moneda considerada en el ECU, medido todo en tantos por uno.

Para dos monedas "a" y "b", que varían en ambas bandas de fluctuación, $\pm 2,25 \%$ y $\pm 6 \%$, y tuviesen una ponderación en el ECU del 20 % y el 10 %, respectivamente, los límites máximos de divergencia serían los siguientes:

$$\text{LMD}_a = 0,0225 \times (1 - 0,20) = 0,018 = 1,8 \% (\pm)$$

$$\text{LMD}_b = 0,06 \times (1 - 0,10) = 0,054 = 5,4 \% (\pm)$$

La moneda con un límite máximo de divergencia menor será aquella que, participando en la "banda estrecha" de fluctuación, tenga una mayor ponderación dentro del ECU, es decir, el

marco alemán. Por el contrario, la moneda que goce de un mayor límite máximo de divergencia deberá desenvolverse a lo largo de la "banda amplia" de fluctuación y tener, dentro de todas las que gocen de esa mayor amplitud de variación, un menor peso en el ECU. Cuando todas las monedas varíen en una misma banda de fluctuación, la menor o mayor ponderación en el ECU de las mismas será el único aspecto que determine su mayor o menor límite máximo de divergencia.

Los umbrales de divergencia

El apartado 3.5 de la Resolución del Consejo Europeo de 5 de diciembre de 1.978, por la que se instaura el Sistema Monetario Europeo, establece que se determinará un "umbral de divergencia" para cada moneda en el 75 % de su máximo de divergencia, el cual será calculado de forma que elimine la incidencia de los pesos en la posibilidad de alcanzar el umbral. En el punto siguiente se indica que cuando una moneda franquee su umbral de divergencia, se presupone que las autoridades afectadas corregirán la situación, adoptando medidas adecuadas, o en caso de no poder llevarlas a cabo deberán indicar a los demás países las causas que impiden su adopción.

El valor del 75 % sobre la paridad de cada moneda viene determinado por la ponderación de la máxima moneda en el sistema, el marco alemán, que obliga a que dicho porcentaje sea superior a la misma como única forma de evitar que las dos monedas con mayor ponderación en el Sistema Monetario Europeo (el franco francés y el marco alemán) pudiesen diverger por encima de umbral de divergencia, sin poder determinar cual es la moneda que ocasiona la desviación.

Los umbrales de divergencia vendrán dados, por tanto, calculando el 75 % de los límites máximos de divergencia, con lo que, para los ejemplos anteriores tendremos:

$$\text{LMD}_a = 0,0225 \times (1 - 0,20) = 0,018 = 1,8 \% (+/-)$$

$$\text{UD}_a = 0,75 \times \text{LMD}_a = 0,75 \times 0,018 = 0,0135 = 1,35 \% (+/-)$$

$$\text{LMD}_b = 0,06 \times (1 - 0,10) = 0,054 = 5,4 \% (+/-)$$

$$\text{UD}_b = 0,75 \times \text{LMD}_b = 0,75 \times 0,054 = 0,0405 = 4,05 \% (+/-)$$

La divergencia entre monedas y la presunción de intervención

Puesto que para calcular los umbrales de divergencia partimos de los límites máximos de divergencia, y estos se derivan de la banda de fluctuación en la que se desenvuelve la moneda y la ponderación de la misma dentro del ECU, aspectos ambos que no sufren alteración (salvo en las ocasiones previstas para que se altere la composición del ECU, o se lleve a cabo algún reallienamiento), dichos umbrales de divergencia no dependerán de los valores del mercado. Por lo tanto, una vez que se dispone del correspondiente referente, bastaría con realizar la comparación entre la situación de la moneda y el umbral de divergencia, para determinar si procede la intervención en el mercado de las autoridades del país y evitar con ello que su moneda supere los márgenes de divergencia respecto a otra moneda, o si son las autoridades del otro país las que debieran acudir para alterar la evolución divergente experimentada por su divisa.

Para ello, se calcula la divergencia entre el tipo de cam-

bio de paridad de la moneda respecto al ECU y el tipo de cambio de mercado de dicha moneda respecto al ECU, en relación a ese tipo de cambio central, en términos porcentuales, es decir, la tasa de variación respecto a dicho tipo de cambio central.

$$d = \frac{TCM - TC}{TC} \times 100$$

Suponiendo que el tipo de cambio central respecto al ECU de nuestras dos monedas de nuestros ejemplos anteriores, a y b, es de 250 y 400, y que su cotización respecto al ECU en el mercado es 255 y 420, respectivamente, tendremos las siguientes divergencias:

$$d_a = \frac{TCM_a - TC_a}{TC_a} = \frac{255 - 250}{250} \times 100 = 2 \%$$

$$d_b = \frac{TCM_b - TC_b}{TC_b} = \frac{420 - 400}{400} \times 100 = 5 \%$$

Comparando estos valores con los respectivos umbrales de divergencia que habíamos calculado para ambas monedas tendríamos:

$$d_a - UD_a = 2 \% - 1,35 \% = 0,65 \%$$

$$d_a - LMD_a = 2 \% - 1,8 \% = 0,2 \%$$

La moneda "a" se ha depreciado un 0,65 % más de lo que de-

biera, en relación con su umbral de divergencia, pero además ha superado su límite máximo de divergencia, por lo que la autoridad monetaria del país en cuestión tendrá que llevar a cabo la adopción de medidas para evitar que se mantenga dicha tendencia, en previsión de que alcance el margen de fluctuación bilateral respecto a alguna moneda y dicha intervención se convierta en obligatoria e ilimitada.

$$\begin{array}{rcccl} d & - & UD & = & 5 \% - 4,05 \% = 0,95 \% \\ b & & b & & \end{array}$$

$$\begin{array}{rcccl} d & - & LMD & = & 5 \% - 5,4 \% = - 0,4 \% \\ b & & b & & \end{array}$$

La moneda "b" también se ha depreciado más de lo determinado por su umbral de divergencia, concretamente un 0,95 % más, pero no ha superado su respectivo límite máximo de divergencia, lo que significaría que, si bien resulta conveniente que adopte medidas dirigidas a corregir la evolución de su moneda para lograr que se sitúe por debajo de ese umbral de divergencia, todavía dispone de un margen de variación (muy pequeño, en este caso), con respecto a su máximo de divergencia respecto al ECU. y si, por razones extraordinarias, no pudiera llevar a cabo las medidas correctoras necesarias, bastará que lo justifique ante los restantes países.

El ajuste de las divergencias

Sin embargo, tampoco este sencillo cálculo resulta adecuado y nuevamente existen factores que alteran el normal y, en principio, fácil funcionamiento del indicador de divergencia y de los umbrales de divergencia que se derivan de él.

La participación en la "cesta de monedas" que componen el ECU es obligatoria, pero no lo es la participación en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y, además, dentro de éste pueden adoptarse distintas bandas de fluctuación. La coexistencia de estas tres situaciones provoca que cuando alguna moneda experimenta variaciones superiores a las correspondientes a las monedas más fuerte y más débil del sistema (en el caso de las monedas no participantes), o de la otra banda de fluctuación (por lo que se refiere a la coexistencia de dos ámbitos de variación), éstas influyen en los propios movimientos de las restantes monedas del sistema, obligando a la realización de "ajustes". Las monedas que se desenvuelvan a lo largo de la "banda ancha" de fluctuación sólo se verán afectadas, en el aspecto que estamos considerando, por la existencia de monedas que, aún formando parte de la "cesta", no participan en el mecanismo de cambios. Sin embargo, las monedas que fluctúan dentro de la "banda estrecha" se ven influidas tanto por éstas como por las que varían con una mayor libertad dentro del sistema, por lo que, mientras en el primer caso sólo es necesario realizar un ajuste (o grupo de ajustes), en el segundo, es decir, cuando una moneda fluctúa con la menor amplitud permitida, se hace necesario realizar, además de aquel, tantos ajustes como bandas superiores a la misma existan. Los pasos que es necesario seguir pueden estructurarse de la manera que a continuación se indica:

- 1) Ajuste respecto a las monedas no participantes en el mecanismo de cambios: Coeficientes de Ajuste "AE".

En el cálculo de las divergencias de las monedas de

ambas "bandas de fluctuación" se llevarán a cabo las siguientes operaciones:

- a) se determina la moneda más fuerte y más débil de cada "banda de fluctuación".
- b) se obtiene cual es la apreciación o depreciación respecto a las mismas de las diferentes monedas "externas" al sistema, pero participantes en el ECU, hallando la diferencia entre su tipo de cambio de mercado y el tipo de cambio central bilateral de las respectivas monedas, en relación con ese mismo tipo de cambio central bilateral.
- c) para cada una de esas monedas "externas", deberá considerarse el mayor de los valores absolutos obtenidos anteriormente (que indicará su separación máxima respecto al sistema, es decir, su divergencia respecto al mismo).
- d) si dicho valor absoluto es superior a la fluctuación permitida a la moneda del sistema que se ha considerado, se determina la diferencia ambos (en el caso de que sea inferior no procede la realización de ajuste alguno, por lo que no es preciso ningún paso posterior).
- e) cuando se ha superado el límite permitido en la banda de fluctuación en la que se desenvuelve la moneda que hemos considerado, se establece un "coeficiente de ajuste", que vendrá dado por

el resultado de ponderar la diferencia obtenida en el punto anterior por el peso en la composición del ECU de la moneda "externa".

Lógicamente, dicho "coeficiente de ajuste" será nulo cuando la desviación de las monedas "externas" respecto al sistema sea inferior a la fluctuación permitida dentro del mismo.

Si suponemos que una moneda "externa" se separa de las más débil y la más fuerte del sistema un -1 % y un -6 %, tanto respecto a las correspondientes a la "banda estrecha" como a las que se desenvuelven en la "banda ancha" (con lo que estamos considerando una hipotética situación en la que las monedas "extremas" de ambas bandas de fluctuación están situadas a igual distancia del centro de paridad), tomaremos el mayor valor en términos absolutos, es decir, el -6 %, y lo compararemos con las variaciones permitidas en cada una de las dos bandas de fluctuación. Así, el "coeficiente de ajuste" para las monedas de cada una de dichas bandas se obtendrá multiplicando la diferencia entre ambos valores por la ponderación de la moneda "externa" dentro del ECU. Suponiendo que la ponderación de esta moneda es del 10 %, el resultado será:

* Para la moneda de la "banda ancha"

$$\text{depreciación} = \frac{\text{TCM} - \text{TC}}{\text{TC}} = -6 \%$$

$$\text{diferencia: } - 6 \% + 6 \% = 0$$

NO PROCEDE ESTABLECER EL COEFICIENTE DE AJUSTE

* Para la moneda de la "banda estrecha"

$$\text{depreciación} = \frac{\text{TCM} - \text{TC}}{\text{TC}} = - 6 \%$$

$$\text{diferencia: } - 6 \% + 2,25 \% = - 3,75 \%$$

$$\text{coef. de ajuste: } \text{AE} = - 3,75 \% \times 10 \% = - 0,375 \%$$

Estas operaciones deberán realizarse por cada una de las monedas "externas" al sistema que existan, atendiendo a su divergencia respecto al sistema, representado por cada una de las bandas de fluctuación, y en función de la ponderación que las mismas tengan dentro de la composición del ECU.

2) Ajuste respecto a las monedas que varían en diferente banda de fluctuación: Coeficientes de Ajuste: "AI".

Este ajuste sólo debe realizarse respecto a las divergencias de aquellas monedas que fluctúan en la "banda estrecha" (o bien, en aquellas intermedias, en el caso de que se produjese tal hecho), mientras persistan otras bandas de fluctuación más amplias, y no respecto a las monedas que están situadas en la "banda amplia" (respecto a las cuales nunca se pueden dar las condiciones necesarias para establecer un "coeficiente de ajuste").

Por lo tanto, para las monedas que fluctúan dentro de

la "banda estrecha" de fluctuación (o en una "intermedia", en su caso) junto a la determinación de "coeficientes de ajuste" respecto a las monedas "externas" al sistema, es necesario establecerlos en relación con las monedas que varían en una banda de fluctuación más amplia, siguiendo para ello los mismos pasos anteriores:

- a) Determinación de la moneda más fuerte y más débil de esta "banda estrecha" (o "intermedia", en su caso).
- b) Apreciación o depreciación respecto a las mismas de las diferentes monedas que fluctúan dentro de bandas más amplias.
- c) Cálculo de la diferencia entre el tipo de cambio bilateral de mercado y el tipo de cambio central bilateral de las respectivas monedas, en relación con ese mismo tipo de cambio central bilateral, es decir, la divergencia entre ambas monedas.
- d) Consideración del mayor de los valores absolutos obtenidos como representante de la máxima separación entre la moneda de la "banda amplia" y la "banda estrecha" de fluctuación.
- e) Cálculo del "coeficiente de ajuste", IA, si dicho valor absoluto es superior a la fluctuación permitida en la "banda estrecha".

El "coeficiente de ajuste" IA vendrá dado por

el resultado de ponderar la diferencia obtenida en el punto anterior por el peso en la composición del ECU de la moneda que fluctúa dentro de la "banda amplia".

Poniendo un nuevo ejemplo, si suponemos que una moneda que fluctúa en la "banda amplia" tiene un peso dentro del ECU del 5 %, y se separa de las más fuerte y más débil de la "banda estrecha" en un -1,5 % y un -3 %, tomando el mayor valor en términos absolutos, es decir, el -3 %, lo comparamos con la variación permitida en la "banda estrecha" de fluctuación, es decir, el 2,25 %, en más o menos, y obtenemos el "coeficiente de ajuste" para las monedas de dicha banda multiplicando la diferencia entre ambos valores por la ponderación dentro del ECU de la moneda que fluctúa dentro de la "banda amplia". Así, tendremos:

$$\text{depreciación} = \frac{\text{TCM} - \text{TC}}{\text{TC}} = -3 \%$$

$$\text{diferencia: } -3 \% + 2,25 \% = -0,75 \%$$

$$\text{coef. de ajuste: } \text{AI} = -0,75 \% \times 5 \% = -0,0375 \%$$

Si no existiese ninguna otra moneda "externa" que participase en el ECU, ni ninguna otra que fluctuase en la "banda amplia", cuyas divergencias respecto a las monedas más fuerte y más débil del sistema, o de la "banda estrecha", respectivamente, se situasen por encima de los límites permitidos, ya podríamos obtener en el ejemplo seguido, la divergencia ajustada, D, para

las dos monedas. Así, siendo "f" la "moneda externa" al sistema, tendremos:

$$D = d - \frac{AE}{f} - \frac{AI}{b}$$

$$D_a = d_a - \frac{AE}{a/f} - \frac{AI}{a/b}$$

$$D_a = 2 \% - 0,375 \% - 0,0375 \% = 1,5875 \%$$

$$D_b = d_b - \frac{AE}{b/f}$$

$$D_b = 5 \% - 0 \% = 5 \%$$

Como hicimos al calcular las divergencias de ambas monedas, podemos hacer una comparación entre los valores de las divergencias ajustadas que hemos obtenido y los respectivos límites máximos de divergencia y umbrales de divergencia, y ver cual ha sido el efecto del ajuste:

$$D_a - UD_a = 1,5875 \% - 1,35 \% = 0,2375 \%$$

$$D_a - LMD_a = 1,5875 \% - 1,8 \% = -0,2125 \%$$

$$D_b - UD_b = 5 \% - 4,05 \% = 0,95 \%$$

$$D_b - LMD_b = 5 \% - 5,4 \% = -0,4 \%$$

La moneda "a" sigue superando su umbral de divergencia (pero ya en un porcentaje muy pequeño) pero ahora,

una vez ajustada su divergencia, ya no supera el límite máximo de divergencia. La situación de la moneda "b" no se ha visto alterada, al no estar influida negativamente por la variación de ninguna moneda "externa" al sistema. Al no superar ninguna su límite máximo de divergencia, aunque si hayan superado su umbral de divergencia resulta conveniente que las autoridades de ambos países adopten medidas dirigidas a corregir la evolución de su moneda para lograr que se sitúe por debajo de ese umbral de divergencia, pero todavía disponen de un margen para articular su actuación, y si por razones extraordinarias no pudiera hacerlo, bastará con justificar su falta de actuación ante los restantes países.

El "indicador de divergencia"

Una vez obtenidas las divergencias ajustadas de las distintas monedas que participan en el Sistema Monetario Europeo ya se está en disposición de establecer los "indicadores de divergencia" de las mismas. El valor de estos "indicadores de divergencia" vendrán dados por el cociente entre las divergencias ajustadas y los correspondientes "límites máximos de divergencia", es decir, por la relación entre el límite de actuación "presunta" y el límite de intervención "obligatoria".

Siempre que el valor del "indicador de divergencia" sea superior a 0,75, significará que la divergencia ajustada de una moneda es superior al valor de su umbral de divergencia y, por lo tanto, nace la "presunción" de actuación por parte de las autoridades del país emisor de dicha moneda.

$$ID = \frac{D}{LMD}$$

Para las monedas que hemos venido considerando, tendremos:

$$ID_a = \frac{\frac{D_a}{LMD_a}}{\frac{1,5875 \%}{1,8 \%}} = 0,88194$$

$$ID_b = \frac{\frac{D_b}{LMD_b}}{\frac{5 \%}{5,4 \%}} = 0,9259$$

Podemos establecer un esquema genérico del mecanismo de obtención del "indicador de divergencia", agrupando todos los pasos que hemos venido dando hasta el momento, mediante un ejemplo de un sistema monetario en el que suponemos que existen dos bandas de fluctuación, de forma que cinco monedas fluctúan en la "banda estrecha" de fluctuación (a, e, i, o, u), otras dos tienen una mayor libertad de variación (b, c), y otras tres son "externas" al mecanismo de cambios (d,e,f), pero participantes en la "bolsa" de monedas que constituyen el unitario del sistema, los componentes del mecanismo del "indicador de divergencia" de las mismas sería el que sigue:

* Monedas de la "banda estrecha" de fluctuación:

Representando por "m" a las cinco monedas de la "banda estrecha de fluctuación (a,e,i,o,u), y siendo "p" la ponderación de cada una de las monedas en la "cesta monetaria", para cada una de ellas tendríamos:

1) Limite máximo de divergencia

$$LMD_m = 0,0225 \times (1 - p_m) \quad (+/-)$$

2) Umbral de divergencia

$$UD_m = 0,75 \times LMD_m \quad (+/-)$$

3) Coeficientes de ajuste

$$* \text{ Externos: } AE_m > 2,25 \%$$

$$\left(\frac{TCM_{m/d,e,f} - TCC_{m/d,e,f}}{TCC_{m/d,e,f}} \pm 2,25 \% \right) \times p_{d,e,f}$$

$$* \text{ Internos: } AI_m > 2,25 \%$$

$$\left(\frac{TCM_{m/b,c} - TCC_{m/b,c}}{TCC_{m/b,c}} \pm 2,25 \% \right) \times p_{b,c}$$

4) Divergencia ajustada

$$D_m = d_m - \underbrace{AI_b - AI_c}_{\text{internos}} - \underbrace{AE_d - AE_e - AE_f}_{\text{externos}} \quad (+/-)$$

5) Indicador de divergencia

$$ID_m = \frac{D_m}{LMD_m}$$

* Monedas de la "banda amplia" de fluctuación:

Representando por "n" a las dos monedas de esta "banda amplia de fluctuación (b,c), para cada una de ellas tendremos:

1) Límite máximo de divergencia

$$LMD_n = 0,06 \times (1 - p_n) \quad (+/-)$$

2) Umbral de divergencia

$$UD_n = 0,75 \times LMD_n \quad (+/-)$$

3) Coeficientes de ajuste

$$* \text{ Externos: } AE_n > 6 \%$$

$$\left(\frac{TCM_{n/d,e,f} - TCC_{n/d,e,f}}{TCC_{n/d,e,f}} \pm 6\% \right) \times p_{d,e,f}$$

4) Divergencia ajustada

$$D_n = d_n - \frac{AE_d + AE_e + AE_f}{\text{externos}} \quad (+/-)$$

5) Indicador de divergencia

$$ID_n = \frac{D_n}{LMD_n}$$

La modificación de los tipos centrales: Los realineamientos

El tercer nivel en el que actúa el mecanismo de cambios e intervención, y que determina su carácter de sistema de tipos de cambio fijos de paridad ajustable, se concreta en la posibilidad de proceder a la modificación de los tipos centrales de las monedas del sistema, es decir, a alterar sus valores de paridad, cuando no sea posible mantener alguna de ellas dentro de los límites establecidos, pese a las intervenciones de las autoridades económicas.

Como ya se indicó al introducir el concepto de los "pivotes-ECU", en la Resolución de 5 de diciembre, por la que se funda el Sistema Monetario Europeo se establece que cada moneda tendrá un tipo central respecto al ECU, tanto si el país participa, o no, en el mecanismo de cambios, que sólo variarán en el caso de que se presente alguna de las siguientes circunstancias:

* Que se proceda a realizar un reajuste de paridades entre las monedas que participan en el mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo (pudiendo variar tanto los tipos centrales respecto al ECU como los tipos centrales bilaterales).

* Que se modifique el tipo de cambio respecto al ECU de una de las monedas "externas" al mecanismo de cambios (pero que participan en la "bolsa de monedas"), que no están sujetas a la disciplina cambiaria del sistema, lo que puede dar lugar bien a que los países par-

participantes en el sistema acuerden proceder al reajuste, o bien a mantener la paridad entre las monedas participantes, permitiendo la devaluación, o revaluación, de la moneda que ha modificado su tipo central respecto al ECU (este aspecto negativo y distorsionante se ve compensado por la potestad de los países participantes del Sistema Monetario Europeo de alterar la paridad central respecto al ECU de las monedas no sometidas al mecanismo de cambios, en función de la conveniencia para el correcto funcionamiento del mismo.

Como establece el apartado 3.2 de la Resolución de 5 de diciembre, los reajustes de los tipos-centrales, se efectuarán de común acuerdo, mediante un procedimiento en el que intervendrán todos los países participantes en los mecanismos de cambio, así como la Comisión, siendo necesario llevar a cabo consultas recíprocas entre los países del sistema y aquellos que no participen en él, al tratarse de una decisión importante relativa a la política de tipos de cambio.

La posibilidad de llevar a cabo realineamientos de las paridades ha sido utilizada en múltiples ocasiones a lo largo de la historia del Sistema Monetario Europeo, como ya se ha indicado en el apartado dedicado a su evolución, por lo que no volveremos a repetirlos ahora, si bien tras el reajuste de enero de 1.987 y hasta la crisis del sistema en 1.992, sólo se llevaron a cabo "ajustes técnicos", derivados de alteraciones producidas por la entrada en el Sistema Monetario Europeo de nuevas monedas, como el caso de la peseta o la libra esterlina (por destacar los que, desde nuestro punto de vista, parecerían los más relevantes), o de la adopción de una banda de fluctuación

más restringida, como el caso de la lira italiana. Esta situación de estabilidad en los cambios mantenida durante cinco años resultó especialmente destacable, tanto más cuanto la divisa americana tuvo un comportamiento errático en muchos periodos, y se produjeron acontecimientos de carácter mundial (la unificación alemana, la Guerra del Golfo Pérsico, la desaparición de la U.R.S.S., el desmembramiento de los países del este europeo, una guerra en suelo europeo, etc.) que, en otras ocasiones, o bajo otras circunstancias, habrían generado importantes alteraciones en los mismos, derivadas de las tensiones monetarias que, esas sí, se han producido. Serían las dificultades para el avance en el proceso de unificación las que provocarían la crisis del sistema ante la incertidumbre sobre su culminación.

La aprobación del Tratado de Maastricht, y el inicio del proceso de unión monetaria, pese a los importantes problemas de su desarrollo (derivados principalmente de la parte relativa a la unión política), parecían indicar que, basados en esta estabilidad cambiaria, y a través de la reducción de los márgenes de fluctuación y la participación en el Sistema Monetario Europeo de todos los países comunitarios, la evolución iba dirigida a transformarlo en un sistema de tipos de cambio fijos, abandonando la posibilidad de alterar las paridades, para lograr finalmente una única moneda europea. La gran incógnita de todo el proceso estaba en el momento en que esta moneda única será establecida realmente, y el número de países que la adoptarán, ya que las fechas fijadas en el Tratado de Maastricht parecían demasiado cercanas para un proceso tan complejo, y las posibilidades que se dan a los países para no participar en la misma, a través de su propia omisión en actuaciones preparatorias eran

demasiado amplias (como veremos al analizar el contenido de dicho Tratado en los siguientes apartados). Sin embargo, a medida que se avanzaba en el proceso de ratificación se ponía de manifiesto la incompatibilidad de las políticas económicas seguidas por los países comunitarios, tanto más cuando el periodo de ratificación coincidió con el inicio de un periodo de recesión de carácter mundial frente al cual se intentaban adoptar muy diferentes políticas económicas. Así, los problemas derivados de la ratificación del Tratado, como veremos, fueron de tal magnitud, que pusieron en peligro no sólo la continuidad del proceso de unificación si no, también, la del propio Sistema Monetario Europeo.

El sistema integrado de facilidades crediticias

Para poder lograr una zona de estabilidad duradera y eficaz en el ámbito de la Comunidad Económica Europea, el Sistema Monetario Europeo debía incluir mecanismos compensatorios que hiciesen posible a todos los países adoptar las medidas derivadas del mecanismo de cambios e intervención, una vez que las autoridades económicas de estos países ya no iban a poder corregir sus desequilibrios de balanza de pagos a través de alteraciones en los tipos de cambio. Esto llevó a introducir, junto a dicho mecanismo de cambios e intervención y al ECU, un tercer componente formado por una estructura completa de ayudas financieras relacionadas directamente con la participación de las países en el sistema, o mejor dicho, a integrar dentro del mismo las ayudas a la financiación que ya existían.

Entre las funciones que se fijan para el ECU en la Resolución del Consejo Europeo de 5 de diciembre de 1.978, se encuen-

tran las relativas a servir de denominador de las operaciones que entran en el marco tanto del mecanismo de intervención, como del mecanismo de crédito, así como de medio de pago entre las autoridades monetarias de la Comunidad Europea. Estas dos funciones (que habían quedado sin mayor explicación cuando fueron expuestas) son las relevantes para el funcionamiento de los mecanismos de crédito.

Antes de afrontar el análisis de las facilidades crediticias resulta necesario llevar a cabo el estudio de estas funciones del ECU, así como de los aspectos relacionados directamente con las mismas, como son su creación y utilización. Sin embargo, para ello, previamente deberemos centrar nuestra atención en el organismo comunitario que tiene asignada la posibilidad de creación de dicho numerario del sistema: el FECOM.

El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM)

Ya durante el sistema de la "serpiente monetaria", se hacía evidente que los países con monedas débiles, que carecían de reservas internacionales, no podían hacer frente por sí solos a las obligaciones que se derivaban de la pertenencia a un sistema de tipos de cambio fijos (con independencia de los márgenes de fluctuación permitidos dentro del mismo, que dan un nivel de maniobrabilidad mayor, pero no afectan a su carácter). La negativa influencia de la divisa americana en los mercados monetarios europeos dejaban a su vez patente que era necesario lograr una cierta independencia de la política monetaria europea respecto a la posición del dólar. Asimismo, había que lograr escapar de la espiral inflacionista que se generaba por la intervención en dólares en los mercados europeos que originaban una

pérdida del control de la liquidez del sistema, a cambio de una mayor estabilidad entre dicho sistema y la divisa estadounidense. Quedaba patente la necesidad de implantar un mecanismo de compensación europeo, que garantizase el buen funcionamiento del sistema de cambios, con independencia del dólar. El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria fue la respuesta a esta necesidad.

El Reglamento del Consejo, CEE 907/73, de 3 de abril, crea un Fondo Europeo de Cooperación Monetaria con la finalidad de integrarse con posterioridad en una organización comunitaria de bancos centrales, y con el objetivo de contribuir a la realización por etapas de la unión económica y monetaria hasta lograr una convertibilidad de las monedas europeas a un tipo de cambio irrevocable o la creación de una moneda común (objetivos que, en su totalidad, van a quedar en suspenso hasta que se lleve a cabo la unión económica y monetaria prevista en el Tratado de Maastricht, suponiendo que se llegue a alcanzar su etapa final), confiándole las tareas de facilitar el apoyo necesario para el buen funcionamiento del sistema de cambio, y la liquidación de los saldos resultantes de las intervenciones en monedas comunitarias, asegurando el carácter multilateral de las liquidaciones intracomunitarias, y de administrar un mecanismo de financiación que incluya los, ya entonces operativos, apoyos monetarios a corto plazo y el sistema de financiación a muy corto plazo.

En el artículo 2 del citado Reglamento se establecen cual va a ser su ámbito de actuación:

* El progresivo estrechamiento de los márgenes de

fluctuación de las monedas europeas entre sí.

* Las intervenciones en los mercados cambiarios, en monedas comunitarias.

* Las liquidaciones entre bancos centrales que tengan por objeto una política concertada de reservas.

En el artículo 5 de sus estatutos se establece que las operaciones del FECOM en las monedas de los Estados miembros serán denominadas en Unidades de Cuenta Europea, y el artículo 1 de la Decisión de 24 de Julio de 1.973 estableció la instalación provisional del Organismo en Luxemburgo. Con la instauración del Sistema Monetario Europeo se modifica el valor de la unidad de cuenta del FECOM (Reglamento 3.180/78, de 18 de diciembre), determinándose que todas las operaciones del mismo se expresarán en ECUs, en consonancia con lo establecido en el apartado 6.1.a) de la Resolución de 5 de diciembre.

Con la creación del Sistema Monetario Europeo y la función de creación de los ECUs "oficiales", reservada dentro del mismo al Fondo Europeo de Cooperación Monetaria, éste podría haberse convertido en el verdadero "embrión" de banco central europeo. Sin embargo, lejos de los objetivos trazados en su fundación, y careciendo de las características de un banco central, ha quedado relegado a un mero organismo contable dentro del sistema, ante el protagonismo del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, que ha asumido todas las funciones que hubiesen podido serle asignadas al mismo.

Creación de ECUs "oficiales"

En el punto 3.8 de la tantas veces repetida Resolución de 5 de diciembre, se establece que cada Banco Central aportará el 20 % de sus reservas en oro, y el 20 % de las reservas en dólares, manteniendo depositadas en el FECOM al menos el 20 % de las mismas. El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria aportará una cantidad inicial, en ECUs, a cambio de las aportaciones de los países miembros, pudiendo participar en esta operación, y en el mecanismo de ayudas que de ella se deriva, todos los países comunitarios, aunque no estén sujetos al mecanismo de tipos de cambio.

A cambio de estas reservas los países comunitarios reciben del FECOM su contrapartida en ECUs, emitidos por él, articulándose la operaciones mediante contratos "swap", es decir, acuerdos bilaterales, pero cuyas partes son los bancos centrales de los países, siendo el FECOM un simple intermediario, por lo que dichos bancos centrales siguen manteniendo la titularidad de las reservas depositadas en dicho organismo. Los créditos cruzados contra ECUs tienen carácter rotativo, son renovables cada tres meses, y su utilización es inmediata una vez dado un plazo de preaviso de dos días, siendo su cambio a la par.

Dado que no existe un cambio fijo entre las monedas comunitarias, y el ECU, respecto a las restantes monedas "externas" al sistema, en este caso el dólar, y al oro, resulta necesario valorar las aportaciones realizadas por los bancos centrales de los países miembros, estableciéndose los criterios que a continuación se indican, y que deberán llevarse a cabo al inicio de cada trimestre, realizando los ajustes en las aportaciones que sean necesarios:

- El oro se valorará calculando la media de los cambios diarios, expresada en ECUs, de los "fixing" de Londres, durante los seis meses anteriores, con el límite de la media de los dos cambios "fixing" del penúltimo día hábil del periodo considerado, siendo éste el valor asignado en el caso de resultar inferior a aquel.
- Las aportaciones en dólares se expresarán al tipo de cambio de mercado correspondiente a dos días hábiles anteriores a la fecha del valor de la operación.

Los países participantes del sistema no tienen la obligación de mantener el nivel de sus reservas en ECUs, las cuales podrán aumentar o disminuir como resultado de su utilización o de las adquisiciones derivadas de las liquidaciones realizadas, afectando así a la distribución de dichos activos entre los Estados participantes en el sistema. Los bancos centrales reciben un interés por sus tenencias de ECUs que superen los volúmenes recibidos del FECOM contra el depósito de sus reservas cuyo tipo vendrá dado por la media de los tipos de descuento oficiales de los bancos centrales de la Comunidad, ponderados por su respectiva participación en el ECU.

Los países comunitarios que no participan en el Sistema Monetario Europeo tienen la opción de depositar el porcentaje indicado de sus reservas en oro y dólares.

Por lo tanto, la creación de ECUs "oficiales" se deriva de las contrapartidas que reciben los países a cambio de las re-

servas depositadas, a través de los acuerdos "swaps" en los que el FECOM sirve de intermediario, su utilización posterior en el ámbito público, sin embargo, depende de decisiones de las autoridades económicas de los países miembros, y ésto se ha visto restringido en muchas ocasiones por las resistencias de las autoridades monetarias de diversos países a aceptar el cobro de sus deudas, y aumentar sus reservas en este numerario, por encima de los límites obligatorios que se determinan en sus normas de utilización (como veremos al analizar las ayudas financieras). No obstante, esta atonía oficial se ha visto más que compensada por un decidido apoyo a su utilización en el campo privado de la economía. Estos dos aspectos, utilización oficial dentro del mecanismo de ayudas crediticias y el desarrollo del ECU en el ámbito privado de la economía van a conformar los dos apartados que cierran el presente capítulo de este trabajo doctoral.

Los mecanismos de crédito

Como ya se ha indicado, al implantarse el Sistema Monetario Europeo se mantuvieron los mecanismos de crédito existentes, si bien se aumentaron sensiblemente los recursos destinados a los mismos, e igualmente se establecía que en la última fase del Sistema Monetario Europeo (que nunca se ha llegado a materializar en la realidad) se consolidarían en un fondo único. En definitiva el sistema de facilidades de crédito del sistema se compone de las siguientes ayudas:

A) Gestionados a través del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM).

* La financiación a muy corto plazo, creada en el artículo 3.7 de la Resolución de 5 de diciembre de 1.978, que tenía como precedente el sistema establecido en el Acuerdo entre los bancos centrales de la Comunidad, de 10 de abril de 1.972, por el que se establecía un mecanismo de financiación con plazos de devolución muy cortos para solucionar problemas de liquidez de los países participantes en el sistema de la "serpiente monetaria".

Dado su objetivo, y su regulación jurídica dentro del apartado del Acuerdo de Basilea relativo al mecanismo de cambios e intervención, de este instrumento financiero sólo podrán beneficiarse los países que participen en el mismo.

* El apoyo monetario a corto plazo, instaurado por el Acuerdo de 9 de febrero de 1.970 de los bancos centrales de la Comunidad.

B) No gestionado por el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM).

* El apoyo financiero a medio plazo, que adopta dos formas distintas:

- La asistencia financiera a medio plazo, que tiene su origen en la Decisión del Consejo, de 22 de marzo de 1.971 (71/143/CEE), y que se modifica por una nueva Decisión del Consejo de 21 de diciembre de 1.978 (78/1.041/CEE) para adaptarla a las condicio-

nes del Sistema Monetario Europeo.

- El **mecanismo de empréstitos comunitarios**, que tienen su base en el Reglamento del Consejo 682/81, de 16 de marzo, que fue modificado por el Reglamento 1.131/85, de 30 de abril, y está destinado al sostenimiento de las balanzas de pagos de los Estados miembros de la Comunidad.

Todas estas facilidades crediticias, cuyo contenido concreto se analizará a continuación, han tenido que ser modificadas, en lo que a importes y ámbito de actuación se refiere, a medida que se han ido produciendo nuevas adhesiones de países a la Comunidad, no indicándose cuales han sido cada una de las modificaciones para evitar la aportación de datos que nada contribuirían a la exposición de su funcionamiento. Sin embargo, si resulta necesario señalar que, junto a los diferentes mecanismos financieros indicados, los Estados miembros de la Comunidad "menos prósperos", que participan de forma efectiva y plena en los mecanismos de cambios e intervención de Sistema Monetario Europeo, se benefician de bonificaciones de tres puntos porcentuales en los tipos de interés de los préstamos que, con un plazo de cinco años, y en condiciones especiales, concede el Banco Europeo de Inversiones.

La financiación a muy corto plazo

Este mecanismo de financiación de muy reducido plazo fue creado en 1.972, si bien fue instaurado dentro del Acuerdo de Basilea como parte integrante del Sistema Monetario Europeo, de forma que sólo pueden beneficiarse del mismo los países parti-

cipantes en los mecanismos de cambio e intervención del sistema. Su objetivo es facilitar a los bancos centrales de los países participantes en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo las divisas que necesiten para intervenir en los mercados cambiarios, con el objeto de mantener a su moneda dentro de los límites establecidos.

Dentro de este mecanismo de financiación, cada banco central participante en el Sistema Monetario Europeo deberá conceder créditos por un montante ilimitado a otros bancos centrales que lo necesiten, y que participen igualmente en el mecanismo de cambios e intervención, comprometiéndose el país receptor a la amortización de los mismos en un plazo de 45 días desde el último día del mes de intervención (con lo que se amplió en 15 días el plazo inicialmente establecido en el Acuerdo de 1.972), y pudiendo ser prorrogada automáticamente dicha financiación tres meses adicionales siempre que el importe del crédito no supere las cuotas deudoras determinadas en el mecanismo de apoyo monetario a medio plazo (que veremos en el siguiente apartado), o bien que, aún superando dicho límite, el banco central o bancos centrales acreedores acepten dicha prórroga, perdiendo en este caso su carácter de prórroga automática.

Cada vencimiento inicial (a los 45 del último día del mes de la intervención) no podrá ser renovado automáticamente más que una vez, no pudiendo utilizarse esta posibilidad de forma que exista un endeudamiento continuado de más de seis meses consecutivos. Además, el total del endeudamiento de un país no debe superar la cuota deudora que le corresponde en el apoyo monetario a corto plazo y, en caso de hacerlo, su renovación por seis meses deberá contar con el acuerdo de los países que ten-

gan una posición acreedora en el FECOM. El recurso al endeudamiento automático adicional durante seis meses consecutivos, el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales examinará la pertinencia de utilizar esta financiación o aquellas que disponen de un plazo de amortización mayor.

En definitiva, los países participantes en el mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo mantienen abierta entre sí una línea de crédito ilimitada, dando lugar a operaciones de compra y venta de moneda comunitaria al contado, a cambio de una posición deudora o acreedora en ECUs en cuentas que son abiertas en el FECOM, que actúa como órgano de compensación multilateral. Estas cuentas serán en todo caso diferentes de las que reflejan los depósitos de reservas de cada país. La liquidación de los créditos puede realizarse desde el mismo inicio de la operación, y para ello el país deudor puede satisfacer el importe atendiendo a las siguientes reglas:

- Si el crédito tuvo su origen en operaciones intramarginales, el banco central acreedor tiene derecho a solicitar su devolución en su propia moneda.

- Si la ayuda financiera a muy corto plazo fue solicitada ante la necesidad de intervenciones marginales, el país deudor tendrá derecho a satisfacer la totalidad del montante del crédito en ECUs, o en los activos de reserva que el mismo elija, siempre que dicho pago no provoque en el banco central acreedor una situación acreedora excesiva en ECUs o un desequilibrio en la estructura de su cartera de divisas y reservas.

Para evitar esta situación el banco acreedor sólo es-

tá obligado a aceptar ECUs para el resarcimiento de la deuda hasta el 50 % de la misma (no aplicándose esta limitación para aquellos países que mantienen una posición deudora neta dentro del Fecom), con lo que el resto de la deuda debe ser satisfecho en Derechos Especiales de Giro u otras divisas, o en oro si las partes llegan a un previo acuerdo en su valoración.

Cuando un banco central no disponga de ECUs en cantidad suficiente para amortizar el crédito que le hubiera sido concedido, podrá adquirirlos de aquellos otros bancos centrales cuya tenencia de los mismos exceda del 20 % de sus reservas de oro y dólares, o directamente del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria.

El apoyo monetario a corto plazo

El sistema de apoyo monetario a corto plazo tuvo su primera manifestación en 1.970, teniendo como objetivo permitir a los países miembros la obtención de créditos para hacer frente a "déficits temporales de balanza de pagos, consecuencia de dificultades coyunturales", por lo que su funcionamiento está dirigido a facilitar las divisas necesarias a los países comunitarios, pertenecientes o no al Sistema Monetario Europeo, que en un momento determinado, experimenten dificultades en su balanza de pagos o sufran la pérdida notable de reservas exteriores, en el caso de que la situación tenga carácter temporal y coyuntural.

La concesión de dichos créditos tiene carácter incondicional, pero limitado en el montante de su concesión. Para determinar los niveles de endeudamiento que los países pueden alcan-

zar, y la obligación máxima de los países acreedores, se establecen para cada banco central unas cuotas máximas, deudoras y acreedoras (siendo el montante de esta última, la acreedora, el doble de la cuota deudora, para asegurar con ello la viabilidad del sistema), y además se incluye un montante de ampliación de crédito (suplementario a dichas cuotas), que suele venir determinado por la diferencia entre las sumas totales de dichas cuotas deudora y acreedora (ver cuadros 6). Dichas cuotas son revisadas cada cinco años, coincidiendo, por lo general, con las revisiones de la composición del ECU.

El crédito máximo que un banco central puede obtener vendrá dado por su cuota deudora más la mitad de la ampliación total existente, lo que supone que podrá obtener un crédito por un importe muy superior a la cuota deudora que le corresponde.

La instrumentación del crédito podrá adoptar diversas formas, salvo que se derive de uno previo, concedido bajo el sistema de financiación a muy corto plazo, en cuyo caso siempre se nominará en ECUs. Salvo en este caso, normalmente, está nominado en la moneda del banco central, o bancos centrales acreedores, pudiendo ser concedido directamente por éstos, o por mediación del FECOM, que se encargará de su gestión y contabilización, en cualquier caso; adoptando la forma de "depósitos", "swaps", o cualquiera otra acordada por las partes, quedando el tipo de interés fijado por el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales. El plazo de amortización de los créditos es de tres meses, renovables por otros dos periodos de tres meses, hasta un total de nueve (ampliándose el límite de seis meses existente con anterioridad a la instauración del Sistema Monetario Europeo).

Vemos que uno de los componentes esenciales del crédito, el tipo de interés aplicable, viene fijado por el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales. Sin embargo, no se limita su actuación a este aspecto, ya que participa en la decisión de la moneda en la que se denominan los créditos y, lo que es más importante, es el organismo que aprueba la concesión del crédito. Además, por derivarse de desequilibrios de balanza de pagos, y ser éste un problema de "interés común" para la Comunidad, automáticamente se insta al Comité Monetario para que elabore un informe sobre la situación económica del país que solicita el crédito, lo que explica la escasa utilización que ha tenido el apoyo monetario a corto plazo en comparación con el mecanismo de financiación a muy corto plazo.

La asistencia financiera a medio plazo

Como se indicó anteriormente, la gestión de la asistencia financiera a medio plazo no forma parte de las funciones del atribuida al Fondo Europeo de Cooperación Monetaria, quedando su concesión atribuida al propio Consejo Europeo, y consiste en un sistema de créditos destinados a los países que tengan dificultades en sus balanzas de pago, que no revistan el carácter de coyunturales. El plazo de amortización de los mismos estará comprendido entre dos y cinco años, y su concesión está condicionada a la adopción de medidas de política económica dirigidas a corregir los desequilibrios internos que generan las dificultades de balanza de pagos, siendo los gobiernos que participen en el crédito, deudor y acreedor, o acreedores, los que determinan las condiciones del mismo, mientras el Consejo de Ministros, después de consultar con la Comisión Europea, esta-

blece los diferentes compromisos que debe aceptar el país receptor para poder acceder al crédito otorgado.

Dadas las características del crédito, a diferencia de lo que sucedía en el sistema de apoyo monetario a corto plazo, sólo se determinan unas cuotas acreedoras, representativas de los límites de financiación que cada país está dispuesto a aportar (en iguales porcentajes que en las cuotas del apoyo monetario a corto plazo, pero por diferentes cantidades), no existiendo ampliación alguna de las mismas. Respecto a los límites al endeudamiento de un país, sólo se establece que no debe obtener más del 50 % de los volúmenes de crédito comprometidos (ver cuadro 7).

Las condiciones establecidas para la concesión de estas líneas de crédito han tenido como consecuencia una utilización de las mismas muy limitada, siendo preferible para los países comunitarios la obtención de créditos en los mercados financieros ordinarios.

El mecanismo de empréstitos comunitarios

Al introducir el esquema de facilidades crediticias ya se indicó que el apoyo financiero a medio plazo presenta una segunda forma que viene a sumarse a la vista en el punto anterior, el mecanismo de empréstitos comunitarios, que tiene por finalidad el que cada operación de crédito a uno de los Estados miembros se pueda llevar a cabo con suficiente rapidez, y permitir con ello que el mismo pueda adoptar las medidas oportunas para prevenir una crisis extrema en su balanza de pagos.

Para ello, se faculta a la Comisión para que, previa consulta al Comité Monetario, contraiga empréstitos con terceros

países e instituciones financieras o en los mercados de capitales, en nombre de la Comunidad Económica Europea. El fin exclusivo de estos empréstitos será facilitar fondos a los países que experimenten dificultades en la balanza de pago, decidiendo el Consejo tanto si procede la concesión del crédito, como su importe, características y medidas de política económica que el país beneficiario del mismo deberá adoptar. Si el crédito fuese nominado en la moneda de algún país miembro de la Comunidad deberá contar con la conformidad de las autoridades monetarias de ese país.

Otras líneas de financiación de los desequilibrios

Junto a las facilidades crediticias vistas en los anteriores puntos habría que añadir otros dos mecanismos de financiación:

- Las bonificaciones de interés de los préstamos a los países "menos prósperos", que se recogía en el apartado B) de la Resolución de 5 de diciembre de 1.978, dedicada a las medidas destinadas al reforzamiento de las "economías menos prósperas" de los países pertenecientes al Sistema Monetario Europeo, y que se traducían en la reducción de tres puntos porcentuales en los préstamos concedidos en el ámbito comunitario, y en particular los concedidos por el Banco Europeo de Inversiones (lo que, si bien directamente no tenía una relación directa con los problemas de balanza de pagos si puede influir en la necesidad de acudir a otro tipo de préstamos si relacionados con los mismos), estando limitadas estas bonificaciones a un montante crediticio de 1.000 millones de ECUs por un periodo de cinco años,

y tramos anuales de bonificación de 200 millones, dirigidos a afrontar programas de infraestructuras.

- El mecanismo de movilización de ECUs, por el que los bancos centrales de los países comunitarios que deban intervenir en los mercados de cambios, aunque no pertenezcan al mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo, podrán movilizar los recursos en dólares que tienen depositados en el FECOM a través de acuerdos "swaps" de dólares contra ECUs, a tres meses, renovables por otro periodo igual, al tipo de interés que el Fondo Monetario Internacional aplica para remunerar las reservas en Derechos Especiales de Giro. Asimismo, el acuerdo "swap" puede nominarse en moneda comunitaria contra ECUs, contando con la autorización previa del país emisor, en cuyo caso el tipo de interés es el tomado como representativo del país cuya moneda se utiliza. Este mecanismo presenta una doble limitación:

- * A nivel global no puede sobrepasar el límite del 150 % de las reservas en dólares depositadas en el FECOM, que constituyen (junto al depósito en oro) la contrapartida de los ECUs emitidos.
- * Para cada país se establece una limitación basada en su posición dentro del mecanismo de financiación a corto plazo y de su contribución al Fondo Europeo de Cooperación Monetaria.

Pese a todas estas variedades de financiación, las facilidades crediticias que acompañan al Sistema Monetario Europeo y al funcionamiento de la Comunidad Europea no se han visto res-

paldadas por el uso de los países miembros, y no por falta de necesidad de intervenir en los mercados de cambios y defender a sus respectivas balanzas de la existencia de desequilibrios, si no por la existencia de otros mecanismo mucho más ágiles, y menos comprometidos, a los que podían acudir las autoridades de los países comunitarios, y a la resistencia de alguno de ellos, y en particular de Alemania, de utilizar el ECU en sus operaciones monetarias, lo que ha llevado a la futura moneda europea (pues ese es el futuro lógico que debe alcanzar, siendo la alternativa al mismo su desaparición) a desarrollarse en otros ámbitos, en los que puede ejercer mejor sus funciones de medio de pago y unidad de cuenta.

El ECU "privado"

Junto al establecimiento del "indicador de divergencia", el uso privado del ECU ha constituido una novedad que ha permitido al Sistema Monetario Europeo afianzarse de forma definitiva.

El Derecho Comunitario no contenía disposición alguna sobre la utilización de la "seudomoneda" creada dentro del sistema, y dentro del ámbito oficial no gozaba de un estatuto de divisa (lo que en la actualidad ya no sucede), y su propia utilización dentro de los países miembros del Sistema Monetario Europeo se enfrentaba con diversas prohibiciones legales (entre las que destacan las alemanas que, además de no conceder el estatuto de divisa al ECU, prohibía la realización de contratos entre residentes nominados en ECUs, e impedía su utilización en las operaciones de comercio exterior, y en particular en las correspondientes a importaciones, cuando el marco era la moneda que regía el acuerdo entre las partes, todo ello en un intento de

evitar que se pudiese generar liquidez dentro de su sistema financiero fuera del control de las autoridades monetarias, lo que impediría que las mismas pudiesen articular medidas de carácter restrictivo dirigidas a reducir la inflación). Esta falta de regulación comunitaria supone que respecto a las operaciones nominadas en ECUs iba a prevalecer la legislación nacional que fuese dictada, o aplicable a las mismas. Sin embargo, dicha legislación nacional veía restringido su ámbito de actuación a las operaciones que se realizasen entre residentes, quedando de esta forma muy limitada.

A pesar de este marco restrictivo en el que debían actuar los agentes privados en su operaciones nominadas en ECUs, esta "seudomoneda" empezó a ser utilizada en el ámbito privado como consecuencia de la propia actuación de las autoridades comunitarias, que solicitaron los servicios de la banca privada para la gestión de los activos comunitarios. La movilización de estos activos por dicha banca privada, con el objeto de obtener mayores beneficios fue la lógica consecuencia de su tenencia. Para ello, los agentes privados debieron aceptar implícitamente la valoración "oficial" del ECU, ya que descomponer su valor en cada uno de sus componentes hacía imposible su utilización. El paso de unidad de cuenta a unidad de pago fue tan sólo cuestión de tiempo, a medida que las exigencias (en cuanto a importe y límites a su utilización) para abrir cuentas nominadas en ECUs se hicieron menores. El mayor problema con el que se enfrenta la utilización privada del ECU es que no existe un respaldo comunitario a las operaciones "no oficiales" nominadas en ECUs, por lo que dicha utilización está únicamente basada en la confianza de los agentes económicos que, por sus características,

la consideran más atractiva que a divisas que, en principio, si cuentan con el respaldo del país emisor. La estabilidad y el grado de independencia respecto al dólar, entre otros, son factores que han llevado a su utilización creciente a lo largo de los años. Fue a partir de 1.984, una vez superado el primer periodo de realineamientos, cuando el ECU comenzó su gran expansión a nivel mundial, con emisiones de bonos en ECUs y créditos sindicados en Estados Unidos, y el reconocimiento como moneda por parte de Japón.

Pese a ello, la utilización del ECU debe ser analizada teniendo en cuenta tres aspectos importantes:

- * Dentro de las transacciones internacionales está todavía muy por debajo no sólo de la correspondiente al dólar, si no también respecto al marco alemán, que participa en el ECU desde sus inicios.

- * Su fuerte expansión inicial estuvo inmersa en el proceso de innovación financiera que se desarrolló en la década de los ochenta, pudiéndose verse frenada al aparecer otras formas de colocación de activos, salvo que se logre la adaptación de las mismas al mercado de ECUs.

- * El mercado privado del ECU es un mercado sesgado que se desarrolla principalmente en el ámbito financiero, pero que no ha tenido una evolución similar en el campo comercial (con la excepción de Italia), aunque haya existido también un crecimiento importante, ni en su utilización por particulares (tal vez con la excepción de los países del Benelux), al no tener una

concreción real.

Lógicamente, la evolución experimentada por el Sistema Monetario Europeo, superando tensiones cambiarias importantes en los últimos años, sin tener que recurrir a nuevos realineamientos, incrementando el número de países participantes en el mecanismo de cambios e intervención, y en particular con la incorporación de la libra esterlina, y la adopción por parte de las autoridades italianas de la banda "estrecha" de fluctuación para su moneda, permitían esperar que el desarrollo del mercado privado del ECU fuese aún mayor. Si a esto sumamos el proceso de unificación monetaria emprendido con el Tratado de Maastricht, su utilización futura estaría garantizada. Sin embargo, el autor del presente trabajo doctoral tiene sus dudas sobre si el ECU habría sobrevivido indefinidamente como "cesta de monedas", de no haberse creado esta expectativa de la implantación de una moneda única, en un periodo relativamente breve de tiempo, al servir el mercado privado del ECU de detonante de la falta de acuerdo de los países sobre la conveniencia de su utilización, y el respaldo que debía dársele. Será en el último, capítulo de esta tesis doctoral en el que se defienda esta opinión. En todo caso, la crisis del Sistema Monetario Europeo de 1992 vino a demostrar la imposibilidad de mantener inalterable el mecanismo una vez iniciado el proceso de unión monetaria europea.

Tres son los ámbitos en los que se desarrolla la utilización privada del ECU: los mercados de capitales, los mercados monetarios y los mercados comerciales, incluida en estos últimos su utilización por particulares.

Los mercados de capitales y el ECU

La estabilidad cambiaria junto a una remuneración elevada (ya que los tipos de interés de los bonos en ECUs superaba, en algunos casos, los correspondientes a los nominados en otras monedas europeas estables, como el marco alemán o el suizo, así como la de los bonos en yenes, y se equiparaban, en algunos momentos, a la remuneración de los bonos en dólares), van a generar la aparición de inversores privados que deseaban colocar su dinero en activos nominados en ECUs. El deseo de las autoridades comunitarias de potenciar su utilización, así como la realización de gastos nominados en ECUs, a través de entidades financieras privadas generaron la oferta necesaria para que países como Italia y Francia, que no tenían posibilidades de obtener fondos en los mercados de eurobonos de nominar sus emisiones en sus propias monedas, utilizasen el ECU para realizar sus emisiones, al igual que hicieron otros países no europeos, junto con empresas, tanto comunitarias como extracomunitarias. La utilización de acuerdos "swaps", que permitía a los agentes acceder a otras monedas diferentes del ECU, multiplicó el número de las monedas a utilizar en las emisiones terminó de expandir el mercado de capitales en ECUs. A la primera emisión de eurobonos, lanzada en 1.981 por la compañía SOFTE (empresa de telecomunicaciones filial de la STET italiana), siguió un fuerte desarrollo "minorista", basado en las condiciones anteriores y, a partir de 1.985, el mercado de eurobonos en ECUs atrajo a los grandes inversores mundiales, haciendo perder el control del mercado a los bancos belgas y luxemburgueses, aunque mantuviesen una importante cuota de mercado, y provocó un primer estan-

camiento en el mercado en mayo de 1.987, que sirvió de aviso a los agentes económicos tanto sobre las limitaciones del mercado primario de eurobonos en ECUs, dejando el protagonismo al mercado secundario. Bonos de tipo fijo, con utilización del "tap", en el que en la emisión inicial sólo se recoge una parte del principal, bonos de tipo de cambio flotante (en mucha menor medida que los anteriores, y muy por debajo de las emisiones en otras monedas), algunas emisiones ligadas a acciones (si bien no se han producido emisiones de acciones nominadas en ECUs, lo que constituye una muestra más de la debilidad de esta "seudomoneda" (89)), agrupan los principales instrumentos financieros del mercado de capitales. El mercado de pagarés de empresa en ECUs y la posibilidad de utilizar sistemas de opción de compra (warrants) completa este esquema genérico, que se asemeja al de cualquier divisa en el mercado de eurobonos (90).

Los mercados monetarios y el ECU

Respecto al mercado monetario, la necesidad de gestionar el presupuesto comunitario, primero, y las ventajas que la utilización de un pasivo no limitado en su uso por el país emisor (ya que éste no existe) tanto para su articulación por las propias entidades financieras como para establecer condiciones cambiarias más favorables para los usuarios permitieron su rápido desarrollo. En 1.982 comenzó a funcionar un mecanismo de compensación bancaria asumiendo un grupo de bancos privados la función de compensación de saldos (sustituyendo así al banco central emisor, que no existía ni había voluntad política de crearlo). Este mecanismo iba a permitir la utilización dinámica del ECU dentro del sistema financiero. Para evitar el movimien-

to de fondos al final de cada Jornada se estableció una "Cuenta Memoria de Liquidación Mutua", que recogía el desequilibrio neto entre los pagos diarios liquidados, y las posiciones bilaterales se recogían en las denominadas "Cuentas de Liquidación Mutua en ECUs", de donde recibió el nombre este sistema de compensación: MESA (Mutual ECUs Settlement Account). Ante su creciente utilización y el mayor número de bancos que participaban en el mismo, se determinó establecer un sistema rotativo mensual de compensación, en el que uno de los bancos componentes de MESA actuase como banco de liquidación, respecto al cual los restantes bancos liquidasen sus desequilibrios bilaterales, si bien tan solo en el caso de que la diferencia final respecto a este banco de liquidación superase la cantidad preestablecida de veinte millones de ECUs, manteniendo, en caso contrario, un "descubierto técnico" hasta el siguiente mes.

El sistema MESA no estaba informatizado, ni basado en una reglamentación estricta, lo que tarde o temprano podía llevar a problemas de interpretación. Así, ya desde 1.983 los cinco bancos "fundadores" del sistema (Kredietbank de Bruselas; Kredietbank Luxembourgeoise de Luxemburgo; Lloyds Bank de Londres; Crédit Lyonnais de París; y Generale Bank de Bruselas), junto a trece bancos más, entre los que se encontraba el Banco Europeo de Inversiones, iniciaron una serie de reuniones de trabajo, en las que participaba la Comisión Europea y un observador de la Federación Europea de la Banca, con el fin de elegir un sistema de informatización (que resultó ser el de la Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication "SWIFT", que era de uso mayoritario entre estos bancos), establecer una entidad encargada de mantener una cuenta central (eligiéndose al Banco de

Pagos Internacionales de Basilea, si bien quedaban totalmente diferenciadas estas funciones con respecto a las que llevaba a cabo como agente del Fondo Europeo de Compensación Monetaria), y, por último, determinar los requisitos que deberían cumplir los bancos de compensación (que se concretaron en la pertenencia a la Asociación Bancaria para el ECU -ECU Banking Association EBA- designándose inicialmente a los siete bancos del sistema MESA (los cinco citados anteriormente más el Morgan Guaranty Trust Company, en Bruselas, y el Instituto Bancario San Paolo di Torino), y estableciéndose que finalmente deberían alcanzar un número de treinta, estando representados todos los países comunitarios. Asimismo, debían cumplir los criterios establecidos por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea. El sistema establecido empezó a funcionar desde primero de octubre de 1.986, dejando de actuar en ese momento el sistema MESA, basándose en la transmisión diaria de unas posiciones preliminares (netting), de cada banco con respecto a todos los demás que participan en la compensación (clearing), realizándose operaciones "intra-clearing" entre los bancos del sistema. A continuación es el Banco de Pagos Internacionales el que realiza las correspondientes anotaciones en las dos cuentas que cada uno de los participantes en el sistema mantiene en el mismo, la primera, una "cuenta de compensación" para recoger las posiciones definitivas diarias de cada entidad; la segunda, una "cuenta de liquidación", que no puede presentar saldo negativo (ya que de hacerlo, se establece la obligación de cubrir los saldos acreedores mediante transacciones en los mercados monetarios entre los propios bancos, no pudiendo en ningún caso quedar saldos finales superiores al millón de ECUs). Esta cuenta de liquida-

ción recoge las transferencias (en cada una de las monedas que componen el ECU) destinadas al abono de dichos saldos.

La utilización del ECU por las empresas y los particulares

Por último, la utilización del ECU por las empresas y los particulares nace de la estabilidad de esta "seudomoneda". Las empresas requieren un alto grado de estabilidad cambiaria para optar en sus transacciones en el exterior por otra moneda diferente a la propia, o a aquella que ellos consideran más previsible en su variación. Cuanto más estable sea una moneda más factible será su uso en las transacciones internacionales. Sin embargo, dicha moneda deberá contar además con una aceptación generalizada si se desea su implantación. El sistema visto en punto anterior puso las bases para la utilización privada del ECU, su estabilidad permitió su utilización cada vez más generalizada. Por otra parte, los particulares necesitan otro factor adicional para utilizar una moneda diferente de la propia, conocerla y acostumbrarse a su manejo, y es aquí donde obstáculos de tipo legislativo o político han influido negativamente. La falta de concreción real del ECU y su no circulación impiden a gran parte de los particulares utilizar este activo y, ni tan siquiera, adquirir un conocimiento real del mismo. Fuera de algunos países como Luxemburgo y Bélgica, en los que los bancos privados participaron desde el principio en el "proceso de privatización del ECU", en el resto de los países su existencia no pasa de ser una anécdota, cuanto no una amenaza. Pese a todo ello, las cartillas de ahorro, tarjetas de crédito, cheques de viaje y fondos de inversión nominados en ECUs son cada vez más frecuentes, y la perspectiva de que esta "seudomoneda" se con-

vierta en un plazo breve en la moneda europea hace que su aceptación sea creciente.

El tipo de interés del ECU

El último aspecto que vamos a analizar respecto al ECU es el de su tipo de interés, que debe ser considerado no sólo en las operaciones "privadas", si no también cuando consideramos las posiciones deudora o acreedora que son consecuencia de las actuaciones "oficiales" de las autoridades monetarias. Sin embargo, es en el ámbito privado donde es más relevante dicho tipo de interés ya que su cálculo se realiza a partir de los tipos de interés de los países comunitarios, ponderando los mismos en función al peso de cada moneda en la "cesta". Esto da lugar a que los tipos de cambio obtenidos, para cada período, estén situados en un punto intermedio respecto a la totalidad de los tipos de interés nacionales, teniendo a su vez una menor volatilidad que aquellos. Así, el ECU permite promediar no sólo los tipos de cambio si no también los tipos de interés. Sin embargo, como ya vimos al analizar la influencia de su estructura de "cesta de monedas" sobre el tipo de cambio, también los tipos de interés del ECU van a experimentar una fuerte influencia de las monedas con mayor ponderación dentro del mismo, siendo arrastrado por las fluctuaciones de los tipos de cambio de las monedas "fuertes" (con mayor ponderación), si bien sólo en proporción a la participación de aquellas, lo que siempre significará que su variación será menor que la de los tipos de interés de aquellas.

El principal problema que plantea la determinación del tipo de interés del ECU a partir de los tipos de interés de las mo-

nedas que lo componen es la falta de referencia en operaciones a largo plazo (ya que en operaciones a corto plazo se pueden obtener aproximaciones a partir de esos tipos de interés nacionales). No existe un tipo de interés a largo plazo del ECU que sirva de referente al mercado de capitales, en tanto no existe un mercado de bonos oficial en ECUs, lo que obliga a realizar modelos aproximativos para determinar dicho tipo de interés de referencia. La Banque Paribas Capital Markets desarrolló en 1.986 un modelo teórico basado en la agregación ponderada de los rendimientos teóricos de las diferentes emisiones de bonos nacionales en los países miembros, estableciendo el rendimiento teórico del ECU en el cupón cero de un bono a la par, y de rendimiento constante, con pago en cada una de las monedas comunitarias "a prorrata", es decir, a partir del valor actual teórico de dicho bono en ECUs. En cualquier caso, y aún siendo esta aproximación muy superior a la que pudiera derivarse de tomar los tipos de interés de las tres monedas con mayor ponderación dentro del ECU no deja de resaltar la dificultad de establecer el rendimiento a largo plazo de una emisión nominada en ECUs.

CUADRO 1 a)

PORCENTAJES Y CUANTIAS DEL ECU EN EL MOMENTO INICIAL: 13-3-79

	MONEDAS	CUANTIAS	PORCENTAJES
DM	Marco Alemán	0,828	32,98 %
FF	Franco Francés	1,15	19,84 %
Fl	Florín Holandés	0,286	10,54 %
FB	Franco Belga	3,66	9,19 %
FL	Franco Luxemburgués	0,14	0,35 %
CD	Corona Danesa	0,217	3,07 %
Li	Lira Italiana	109,0	9,54 %
LI	Libra Irlandesa	0,00759	1,14 %
L	Libra Esterlina	0,08885	13,35 %
D	Dracma Griego	-----	-----
P	Peseta	-----	-----
E	Escudo	-----	-----
			100,00 %

CUADRO 1 b)

PRIMERA REVISION DE PORCENTAJES Y CUANTIAS DEL ECU: 17-9-85

MONEDAS		CUANTIAS	PORCENTAJES
DM	Marco Alemán	0,719	33,65 %
FF	Franco Francés	1,31	18,85 %
Fl	Florin Holandés	0,256	10,65 %
FB	Franco Belga	3,71	8,29 %
FL	Franco Luxemburgués	0,14	0,31 %
CD	Corona Danesa	0,219	2,80 %
LI	Lira Italiana	140,0	9,40 %
LI	Libra Irlandesa	0,00871	1,25 %
L	Libra Esterlina	0,0875	13,95 %
D	Dracma Griego	1,15	0,85 %
P	Peseta	-----	-----
E	Escudo	-----	-----
			100,00 %

CUADRO 1 c)

SEGUNDA REVISION DE PORCENTAJES Y CUANTIAS DEL ECU: 21-9-89

	<u>MONEDAS</u>	<u>CUANTIAS</u>	<u>PORCENTAJES</u>
DM	Marco Alemán	0,6242	30,10 %
FF	Franco Francés	1,332	19,00 %
Fl	Florín Holandés	0,2198	9,40 %
FB	Franco Belga	3,302	7,60 %
FL	Franco Luxemburgués	0,13	0,30 %
CD	Corona Danesa	0,1976	2,45 %
LI	Lira Italiana	151,8	10,15 %
LI	Libra Irlandesa	0,008552	1,10 %
L	Libra Esterlina	0,087847	13,00 %
D	Dracma Griego	1,44	0,80 %
P	Peseta	6,885	5,30 %
E	Escudo	1,393	0,80 %
			100,00 %

CUADRO 2

FORMACION DE LOS "PIVOTES-ECU"

PIVOTE-ECU RESPECTO AL MARCO

(Ejemplo a valor de 13-3-79)

COMPOSICION DE 1 ECU			PIVOTES BILATERALES (a 13-3-79)	VALOR DE CADA
CUANTIAS	PORCENTAJES			CUANTIA EN MARCOS
0,828	DM	32,98 %	0,432 DM	0,828 DM
1,15	FF	19,84 %	1 FF	0,4968 DM
0,0885	L	13,35 %	0,0932 L	0,4102 DM
0,286	F1	10,54 %	0,4692 F1	0,2633 DM
109,00	L1	9,54 %	198,014 L1	0,2378 DM
3,66	FB	9,19 %	6,805 FB	0,2323 DM
0,140	FL	0,35 %	6,805 FL	0,0088 DM
0,217	CD	3,07 %	1,222 CD	0,0767 DM
0,00759	LI	1,14 %	0,114 LI	0,0287 DM

PIVOTE-ECU respecto al MARCO ALEMAN 1 ECU = 2,5826 DM

A partir de las cotizaciones bilaterales de las monedas que componen el ECU se pueden obtener tanto los pivotes-ECU respecto a todas ellas como el tipo de cambio del ECU respecto a cualquier moneda externa, transformando las distintas cuantías en esa moneda a la moneda en cuestión.

CUADRO 3 a)

PARRILLA DE PARIDADES DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO A 13-9-1.992

100 DM	100 FF	100 FI	FB 100 /L	100 CD	1 LI	100 P	100 E	1000 LI	1 L
DM									
	30,4950	90,7700	4,95900	26,8100	2,74000	1,6330	1,22100	1,3670	3,13200
----	29,8164	88,7526	4,84837	26,2162	2,67894	1,5385	1,15023	1,3365	2,95000
	29,1500	86,7800	4,74000	25,6300	2,61900	1,4490	1,08300	1,3065	2,77800
FF									
343,050		304,440	16,6310	89,9250	9,18900	5,4785	4,09610	4,5845	10,5055
335,386	----	297,661	16,2608	87,9256	8,98400	5,1598	3,85772	4,4825	9,89389
327,920		291,040	15,8990	85,9700	8,78500	4,8595	3,63320	4,3830	9,31800
FI									
115,235	34,3600		5,58700	30,2110	3,08700	1,8405	1,37600	1,5400	3,52950
112,673	33,5953	----	5,46286	29,5389	3,01848	1,7335	1,29601	1,5059	3,32389
110,167	32,8475		5,34150	28,8825	2,95100	1,6325	1,22100	1,4725	3,13050
FB/L									
2109,50	628,970	1872,15		553,000	56,5115	33,693	25,1900	28,193	64,6050
2062,55	614,977	1830,54	----	540,723	55,2545	31,732	23,7241	27,566	60,8451
2016,55	601,295	1789,85		528,700	54,0250	29,885	22,3435	26,953	57,3035
CD									
390,160	116,320	346,240	18,9143		10,4511	6,2310	4,65860	5,2140	11,9479
381,443	113,732	338,537	18,4938	----	10,2186	5,8684	4,38747	5,0980	11,2526
373,000	111,200	331,020	18,0831		9,9913	5,5260	4,13210	4,9850	10,5976
LI									
38,1825	11,3830	33,8868	1,85100	10,0087		0,6097	0,45590	0,5102	1,16920
37,3281	11,1299	33,1293	1,80981	9,78604	----	0,5743	0,42936	0,4989	1,10118
36,4964	10,8825	32,3939	1,76950	9,56830		0,5409	0,40437	0,4878	1,03710
P									
6901,70	2057,80	6125,30	334,619	1809,40	184,892		79,3850	92,240	203,600
6500,00	1938,05	5768,83	315,143	1704,05	174,131	----	74,7649	86,873	191,750
6121,70	1825,30	5433,10	296,802	1604,90	163,997		70,4130	81,820	180,590
E									
9233,60	2752,40	8190,00	447,560	2420,10	247,299	142,02		123,38	272,320
8693,93	2592,21	7715,97	421,513	2279,22	232,905	133,75	----	116,19	256,470
8190,00	2441,30	7267,00	396,980	2146,60	219,350	125,97		109,43	241,545
LI									
76540,0	22817,0	67912,0	3710,20	20062,0	2050,03	1222,3	9,13800		2343,62
74821,7	22309,1	66405,3	3627,64	19615,4	2004,43	1151,1	8,60626	----	2207,25
73157,0	21813,0	64928,0	3546,90	19179,0	1959,84	1084,1	8,10500		2078,79
L									
35,9970	10,7320	31,9450	1,74510	9,43600	0,96424	0,5537	0,41400	0,4810	
33,8984	10,1073	30,0530	1,64352	8,88687	0,90812	0,5215	0,38991	0,4530	----
31,9280	9,51900	28,3340	1,54790	8,36970	0,85526	0,4916	0,36722	0,4267	

CUADRO 3 b)

PARRILLA DE PARIDADES DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO A 17-9-1.992

	100 DM	100 FF	100 FI	100 FB/L	100 CD	1 LI	100 P	100 E
DM	-----	30,4950 29,8164 29,1500	90,7700 88,7526 86,7800	4,95900 4,84837 4,74000	26,8100 26,2162 25,6300	2,74000 2,67894 2,61900	1,55200 1,46155 1,37700	1,22100 1,15023 1,08300
FF	343,050 335,386 327,920	-----	304,440 297,661 291,040	16,6310 16,2608 15,8990	89,9250 87,9256 85,9700	9,18900 8,98400 8,78500	5,20480 4,90182 4,61650	4,09610 3,85772 3,63320
FI	115,235 112,673 110,167	34,3600 33,5953 32,8475	-----	5,58700 5,46286 5,34150	30,2110 29,5389 28,8825	3,08700 3,01848 2,95100	1,74856 1,64679 1,55094	1,37600 1,29601 1,22100
FB / FL	2109,50 2062,55 2016,55	628,970 614,977 601,295	1872,15 1830,54 1789,85	-----	553,000 540,723 528,700	56,5115 55,2545 54,0250	32,0080 30,1415 28,3905	25,1900 23,7241 22,3435
CD	390,160 381,443 373,000	116,320 113,732 111,200	346,240 338,537 331,020	18,9143 18,4938 18,0831	-----	10,4511 10,2186 9,9913	5,91960 5,57496 5,25040	4,65860 4,38747 4,13210
LI	38,1825 37,3281 36,4964	11,3830 11,1299 10,8825	33,8868 33,1293 32,3939	1,85100 1,80981 1,76950	10,0087 9,78604 9,56830	-----	0,57928 0,54557 0,51382	0,45590 0,42936 0,40437
P	7762,20 6842,07 6443,30	2166,10 2040,06 1921,30	6447,70 6072,44 5719,00	352,230 331,729 312,422	1904,60 1793,73 1689,30	194,623 183,295 172,627	-----	83,5630 78,6999 74,1180
E	9233,60 8693,93 8190,00	2752,40 2592,21 2441,30	8190,00 7715,97 7267,00	447,560 421,513 396,980	2420,10 2279,22 2146,60	247,299 232,905 219,350	134,920 127,065 119,670	-----

CUADRO 3 c)

PARRILLA DE PARIDADES DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO A 21-10-1.992

	100 DM	100 FF	100 FI	100 FB/L	100 CD	1 LI	100 P	100 E
DM	-----	30,4950 29,8164 29,1500	90,7700 88,7526 86,7800	4,95900 4,84837 4,74000	26,8100 26,2162 25,6300	2,74000 2,67894 2,61900	1,45880 1,37390 1,29390	1,14800 1,08120 1,01830
FF	343,050 335,386 327,920	-----	304,440 297,661 291,040	16,6310 16,2608 15,8990	89,9250 87,9256 85,9700	9,18900 8,98400 8,78500	4,89250 4,60770 4,33950	3,85040 3,62620 3,41520
FI	115,235 112,673 110,167	34,3600 33,5953 32,8475	-----	5,58700 5,46286 5,34150	30,2110 29,5389 28,8825	3,08700 3,01848 2,95100	1,64360 1,54800 1,45790	1,29350 1,21820 1,14730
FB FL	2109,50 2062,55 2016,55	628,970 614,977 601,295	1872,15 1830,54 1789,85	-----	553,000 540,723 528,700	56,5115 55,2545 54,0250	30,0875 28,3364 26,6872	23,6788 22,3006 21,0027
CD	390,160 381,443 373,000	116,320 113,732 111,200	346,240 338,537 331,020	18,9143 18,4938 18,0831	-----	10,4511 10,2186 9,9913	5,56430 5,24050 4,93550	4,37910 4,12420 3,88420
LI	38,1825 37,3281 36,4964	11,3830 11,1299 10,8825	33,8868 33,1293 32,3939	1,85100 1,80981 1,76950	10,0087 9,78604 9,56830	-----	0,54450 0,51280 0,48300	0,42850 0,40360 0,38010
P	7728,59 7278,77 6855,14	2304,39 2170,27 2043,96	6859,27 6460,05 6084,07	374,712 352,903 332,364	2026,15 1908,23 1797,16	207,045 194,994 183,645	-----	83,5630 78,6996 74,1192
E	9820,36 9248,80 8710,51	2928,08 2757,66 2597,16	8715,76 8208,48 7730,74	476,129 448,418 422,319	2574,54 2424,69 2283,57	263,082 247,770 233,350	134,920 127,065 119,670	-----

CUADRO 3 d)

PARRILLA DE PARIDADES DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO A 1-2-1.993

	100 DM	100 FF	100 FI	100 FB/L	100 CD	1 LI	100 P	100 E
DM	-----	30,4950 29,8164 29,1500	90,7700 88,7526 86,7800	4,95900 4,84837 4,74000	26,8100 26,2162 25,6300	2,46591 2,41105 2,35741	1,45880 1,37390 1,29390	1,14800 1,08120 1,01830
FF	343,050 335,386 327,920	-----	304,440 297,661 291,040	16,6310 16,2608 15,8990	89,9250 87,9256 85,9700	8,27030 8,08631 7,90642	4,89250 4,60770 4,33950	3,85040 3,62620 3,41520
FI	115,235 112,673 110,167	34,3600 33,5953 32,8475	-----	5,58700 5,46286 5,34150	30,2110 29,5389 28,8825	2,77843 2,71662 2,65618	1,64360 1,54800 1,45790	1,29350 1,21820 1,14730
FB /L	2109,50 2062,55 2016,55	628,970 614,977 601,295	1872,15 1830,54 1789,85	-----	553,000 540,723 528,700	50,8604 49,7289 48,6226	30,0875 28,3364 26,6872	23,6788 22,3006 21,0027
CD	390,160 381,443 373,000	116,320 113,732 111,200	346,240 338,537 331,020	18,9143 18,4938 18,0831	-----	9,40601 9,19676 8,99216	5,56430 5,24050 4,93550	4,37910 4,12420 3,88420
LI	42,2796 41,3390 40,4193	12,6480 12,3666 12,0915	37,6480 36,8105 35,9916	2,05665 2,01090 1,96616	11,1208 10,8734 10,6315	-----	0,60503 0,56982 0,53666	0,47615 0,44844 0,42234
P	7728,59 7278,77 6855,14	2304,39 2170,27 2043,96	6859,27 6460,05 6084,07	374,712 352,903 332,364	2026,15 1908,23 1797,16	179,488 175,495 171,591	-----	83,5630 78,6996 74,1192
E	9820,36 9248,80 8710,51	2928,08 2757,66 2597,16	8715,76 8208,48 7730,74	476,129 448,418 422,319	2574,54 2424,69 2283,57	228,068 222,994 218,033	134,920 127,065 119,670	-----

CUADRO 3 e)

PARRILLA DE PARIDADES DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO A 14-5-1.993

	100 DM	100 FF	100 FI	100 FB/L	100 CD	1 LI	100 P	100 E
DM	-----	30,4950 29,8164 29,1500	90,7700 88,7526 86,7800	4,95900 4,84837 4,74000	26,8100 26,2162 25,6300	2,46591 2,41105 2,35741	1,34200 1,26395 1,19000	1,07300 1,01094 0,95200
FF	343,050 335,386 327,920	-----	304,440 297,661 291,040	16,6310 16,2608 15,8990	89,9250 87,9256 85,9700	8,27030 8,08631 7,90642	4,50110 4,23911 3,99230	3,60010 3,39056 3,19330
FI	115,235 112,673 110,167	34,3600 33,5953 32,8475	-----	5,58700 5,46286 5,34150	30,2110 29,5389 28,8825	2,77843 2,71662 2,65618	1,51213 1,42413 1,34124	1,20950 1,13906 1,07280
FB /L	2109,50 2062,55 2016,55	628,970 614,977 601,295	1872,15 1830,54 1789,85	-----	553,000 540,723 528,700	50,8604 49,7289 48,6226	27,6810 26,0696 24,5520	22,1400 20,8512 19,6375
CD	390,160 381,443 373,000	116,320 113,732 111,200	346,240 338,537 331,020	18,9143 18,4938 18,0831	-----	9,40601 9,19676 8,99216	5,11930 4,82126 4,54070	4,09450 3,85618 3,63170
LI	42,2796 41,3390 40,4193	12,6480 12,3666 12,0915	37,6480 36,8105 35,9916	2,05665 2,01090 1,96616	11,1208 10,8734 10,6315	-----	0,55663 0,52423 0,49372	0,44521 0,41929 0,39489
P	8403,00 7911,72 7451,50	2504,80 2358,98 2221,70	7455,80 7021,83 6613,20	407,300 383,589 361,260	2202,30 2074,15 1953,40	202,544 190,755 179,653	-----	84,9260 79,9828 75,3300
E	10504,2 9891,77 9319,70	3131,60 2949,37 2777,70	9321,40 8779,18 8267,90	509,230 479,590 451,670	2753,50 2593,24 2442,30	253,234 238,495 224,615	132,750 125,027 117,750	-----

CUADRO EXPLICATIVO 4

CALCULO DE LOS LIMITES DE FLUCTUACION

Para poder determinar cuales son los límites de fluctuación que corresponden a dos monedas del sistema no basta aplicar el porcentaje correspondiente a la banda de fluctuación de las monedas respectivas (tomando siempre aquella que "disfruta" de un mayor margen) si no que será necesario tener en cuenta las condiciones siguientes:

1) El tipo central bilateral es el mismo para ambas monedas, si bien expresado uno de forma inversa respecto al otro.

2) La diferencia entre el límite superior e inferior vendrá dado por el margen de fluctuación permitido a la moneda, es decir, el 0,045 o el 0,12, según que se mueva en la banda estrecha o ancha del sistema.

3) Que los límites inferior y superior para una moneda en términos de otra, deben ser los recíprocos de los límites superior e inferior de la cotización de esa segunda moneda respecto a la primera.

El cálculo para la peseta y la lira, tras la adopción de la banda estrecha por esta última sería el siguiente:

$$1) \quad 100 \text{ PTA} = 1.151,11 \text{ LIR}$$

$$1000 \text{ LIR} = 86,8726 \text{ PTA}$$

$$\frac{100}{1.151,11} = \frac{86,8726}{1.000} = 0,0868726 = C$$

2) Buscamos una cantidad que aplicada al tipo de cambio central bilateral ("pivote bilateral") nos proporcione los dos límites, superior e inferior, de fluctuación, es decir, nos de dos valores equidistantes del tipo central, es decir, que uno sea el inverso del otro, cuya diferencia sea igual a la fluctuación máxima de la moneda con mayor margen de variabilidad de las dos:

$$\text{LÍMITE SUPERIOR: } S = C \times F$$

$$\text{LÍMITE INFERIOR: } I = \frac{C}{F}$$

$$\text{FLUCTUACIÓN: } S - I = (C \times F) - \frac{C}{F} = 0,12 \times C$$

3) Para el tipo de cambio central recíproco:

$$\text{LÍMITE SUPERIOR: } S = \frac{C}{F}$$

$$\text{LÍMITE INFERIOR: } I = C \times F$$

$$\text{FLUCTUACIÓN: } S - I = \frac{C}{F} - (C \times F) = 0,12 \times C$$

Resolviendo la ecuación primera (y la segunda, tomando su raíz negativa), tendremos:

a) Dividiendo por C (lo que demuestra que el resultado es independiente del tipo de cambio que se considere), tendremos:

$$F - \frac{1}{F} = 0,12$$

b) Multiplicando por F:

$$F^2 - 1 = 0,12 \times F$$

$$F^2 - 0,12 F - 1 = 0$$

c) Resolviendo la ecuación de segundo grado, tomando únicamente su raíz positiva:

$$F = \frac{0,12 + 2,0035967}{2} = \frac{2,1235967}{2};$$

$$F = 1,061798$$

Multiplicando y dividiendo este valor obtenido de F al tipo de cambio central bilateral de dos monedas, cualquiera que sea éste, obtenemos los límites de fluctuación superior e inferior, respectivamente, de las mismas:

LIMITE SUPERIOR: 0,0868726 x 1,061798 = 0,092241153

LIMITE INFERIOR: $\frac{0,0868726}{1,061798}$ = 0,081816504

DIFERENCIA: 0,010424649

FLUCTUACION: 0,12 x 0,0868726 = 0,010424712

Expresado en valores de las monedas tendremos:

* Para la PESETA: 100 PTA = 1.151,11 LIR

LIMITE SUPERIOR: 1.151,11 x 1,061798 = 1222,246296

LIMITE INFERIOR: $\frac{1.151,11}{1,061798}$ = 1084,113928

DIFERENCIA: = 138,1323685

FLUCTUACION: 0,12 x 1.151,11 = 138,1332

* Para la LIRA ITALIANA: 1000 LIR = 86,8726 PTA

LIMITE SUPERIOR: 86,8726 x 1,061798 = 92,24115294

LIMITE INFERIOR: $\frac{86,8726}{1,061798}$ = 81,8165037

DIFERENCIA: = 10,42464924

FLUCTUACION: 0,12 x 86,8726 = 10,424712

Como el límite superior de una de las monedas debe coincidir exactamente con el inferior de la otra, su relación deberá ser igual, por lo que tendremos:

$$\frac{1222,246296}{92,24115294} = 13,25055311$$

$$\frac{1084,113928}{81,8165037} = 13,25055312$$

Para el caso de monedas que se muevan en la banda de fluctuación del $\pm 2,25\%$ el cálculo a realizar será el mismo, si bien teniendo como fluctuación el 0,045, y tendremos:

$$F - 0,045 F - 1 = 0$$

$$F = \frac{0,045 + 2,0005061}{2} = \frac{2,0455061}{2};$$

$$F = 1,022753$$

Multiplicando y dividiendo este valor obtenido de F al tipo de cambio central bilateral de dos monedas que se muevan en la banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$, cualquiera que sea dicho cambio, obtendremos los límites de fluctuación superior e inferior, respectivamente, para cada una de ellas.

CUADRO EXPLICATIVO 5

DETERMINACION DE LOS LIMITES PORCENTUALES DE VARIACION

Es posible determinar cuales son los límites efectivos de fluctuación, expresados en términos porcentuales, sin necesidad de calcularlos a partir de los valores obtenidos al multiplicar o dividir el tipo de cambio central bilateral por las cantidades fijas obtenidas en el cuadro explicativo 1, si bien es preciso tener en cuenta dos condiciones:

1) La suma de los valores absolutos de los dos límites porcentuales deberá ser igual al recorrido máximo que puede realizar la moneda.

2) El montante del límite de apreciación, es decir, el resultado de incrementar el porcentaje de apreciación sobre la base (que será la unidad, si expresamos estos porcentajes en tantos por uno), deberá ser igual al inverso del montante del límite de depreciación, ya que estos límites de apreciación y depreciación deben estar equidistantes, del límite determinado para la banda de fluctuación si bien, lógicamente, cada uno respecto al de la parte de la banda correspondiente.

El cálculo de los mismos vendría dado por el siguiente sistema de ecuaciones, en el que "A" y "D" son los límites de

apreciación y depreciación, respectivamente, expresados en tanto por uno:

* Para la banda de fluctuación del 6 %

$$1) \quad A + D = 0,12$$

$$2) \quad 1 + A = \frac{1}{1 - D}$$

$$(1 + A) \times (1 - D) = 1$$

$$1 - D + A - (A \times D) = 1$$

$$1 - D + A - [A \times (0,12 - A)] = 1$$

$$1 - 0,12 + A + A - 0,12 A + A^2 = 1$$

$$A^2 + 1,88 A - 0,12 = 0$$

Resolviendo la ecuación de segundo grado, y tomando la raíz positiva:

$$A = \frac{-1,88 + 2,003596766}{2} = 0,061798383$$

$$D = 0,12 - 0,061798383 = 0,058201617$$

Expresados en términos porcentuales los límites efectivos de apreciación y depreciación estarán situados en los niveles siguientes:

LIMITE DE APRECIACION: 6,1798383

LIMITE DE DEPRECIACION: 5,8201617

* Para la banda de fluctuación del 2,25 %

$$1) \quad A + D = 0,045$$

$$2) \quad 1 + A = \frac{1}{1 - D}$$

$$1 - D + A - [A \times (0,045 - A)] = 1$$

$$1 - 0,045 + A + A - 0,045 A + A^2 = 1$$

$$A^2 + 1,955 A - 0,045 = 0$$

$$A = \frac{-1,955 + 2,000506186}{2} = 0,022753093$$

$$D = 0,045 - 0,022753093 = 0,022246907$$

En términos porcentuales tendremos:

LIMITE DE APRECIACION: 2,2753093

LIMITE DE DEPRECIACION: 2,2246907

CUADRO 6 a)

APOYO MONETARIO A CORTO PLAZO

(en millones de ECUs)

CUOTAS INICIALES (9 de enero de 1.970)	C U O T A		PORCENTAJE DE PARTICIPACION
	DEUDORA	ACREEDORA	
Deutsche Bundesbank	720	1.460	22,02 %
Banque de France	720	1.460	22,02 %
Bank of England	720	1.460	22,02 %
Banca d'Italia	480	960	14,68 %
Banque Nat. Belgique	240	480	7,34 %
Nederlandsche Bank	240	480	7,34 %
Danmark Nationalbank	108	216	3,30 %
Central Bank Ireland	42	84	1,28 %
Banco de Grecia	---	---	----
Banco de España	---	---	----
Banco de Portugal	---	---	----
TOTAL	3.270	6.600	100,00 %
----- AMPLIACIONES	3.600	3.600	
CREDITO TOTAL	6.870	10.200	

CUADRO 6 b)

APOYO MONETARIO A CORTO PLAZO

(en millones de ECUs)

CUOTAS TRAS LA CREACION DEL SME	C U O T A		PORCENTAJE DE PARTICIPACION
	DEUDORA	ACREEDORA	
Deutsche Bundesbank	1.740	3.480	22,02 %
Banque de France	1.740	3.480	22,02 %
Bank of England	1.740	3.480	22,02 %
Banca d'Italia	1.160	2.320	14,68 %
Banque Nat. Belgique	580	1.160	7,34 %
Nederlandsche Bank	580	1.160	7,34 %
Danmark Nationalbank	260	520	3,30 %
Central Bank Ireland	100	200	1,28 %
Banco de Grecia	---	---	---
Banco de España	---	---	---
Banco de Portugal	---	---	---
TOTAL	7.900	15.800	100,00 %
AMPLIACIONES	8.800	8.800	
CREDITO TOTAL	16.700	24.600	

CUADRO 6 c)

APOYO MONETARIO A CORTO PLAZO

(en millones de ECUs)

CUOTAS ACTUALES	C U O T A		PORCENTAJE DE PARTICIPACION
	DEUDORA	ACREEDORA	
Deutsche Bundesbank	1.740	3.480	19,50 %
Banque de France	1.740	3.480	19,50 %
Bank of England	1.740	3.480	19,50 %
Banca d'Italia	1.160	2.320	13,00 %
Banque Nat. Belgique	580	1.160	6,50 %
Nederlandsche Bank	580	1.160	6,50 %
Danmark Nationalbank	260	520	2,92 %
Central Bank Ireland	100	200	1,12 %
Banco de Grecia	150	300	1,68 %
Banco de España	725	1.450	8,13 %
Banco de Portugal	145	290	1,63 %
TOTAL	8.920	17.840	100,00 %
AMPLIACIONES	8.800	8.800	
CREDITO TOTAL	17.720	26.640	

CUADRO 7		
ASISTENCIA FINANCIERA A MEDIO PLAZO		
(en millones de ECUs)		
P A I S E S	T E C H O S D E C R E D I T O	PORCENTAJE DE PARTICIPACION
ALEMANIA	3.105	19,50 %
FRANCIA	3.105	19,50 %
GRAN BRETAÑA	3.105	19,50 %
ITALIA	2.070	13,00 %
ESPAÑA	1.295	8,13 %
BELGICA/LUXEMBURGO	1.035	6,50 %
HOLANDA	1.035	6,50 %
DINAMARCA	465	2,92 %
GRECIA	270	1,69 %
PORTUGAL	260	1,63 %
IRLANDA	180	1,13 %
TOTAL	15.925	100,00 %

CUADRO 8 a)

REAJUSTES DE PARIDADES DENTRO DEL SME: 1ª etapa: 1.979-1.983

Nº	FECHA	VARIACIONES EXPERIMENTADAS POR LAS MONEDAS										
		DM	FF	F1	FB FL	CD	L1	L1	P	L	E	D
1º	24-Sept.-1979	2	*	*	*	2,9 (-)	*	*	x	x	x	x
2º	30-Nov.- 1979	*	*	*	*	4,7 (-)	*	*	x	x	x	x
3º	23-Marzo-1981	*	*	*	*	*	6 (-)	*	x	x	x	x
Revaluación del ECU frente a todas las monedas en un 2,45 %												
4º	4-Oct.- 1981	5,5	3 (-)	5,5	*	*	3 (-)	*	x	x	x	x
5º	21-Feb.- 1982	*	*	*	8,5 (-)	3 (-)	*	*	x	x	x	x
6º	12-Junio-1982	4,25	5,75 (-)	4,25	*	*	2,75 (-)	*	x	x	x	x
7º	21-Marzo-1983	5,5	3,5	2,5 (-)	1,5	2,5	2,5 (-)	3,5 (-)	x	x	x	x
17-Mayo- 1983 Ajuste "técnico" como consecuencia de la participación de la libra esterlina en la "cesta de monedas" del ECU. Consecuencias: - Revaluación del "curso-pivot ficticio de la libra esterlina en un 7,3 % - Revaluación generalizada del ECU en un 1,2 %												

CUADRO 8 b)

REAJUSTES DE PARIDADES DENTRO DEL SME: 2ª etapa: 1.985-1.991

Nº	FECHA	VARIACIONES EXPERIMENTADAS POR LAS MONEDAS										
		DM	FF	FI	FB FL	CD	LI	LI	P	L	E	D
8º	21-Julio-1985	2	2	2	2	2	6 (-)	2	x	x	x	x
9º	7-Abril-1986	3	3 (-)	3	1	1	*	*	x	x	x	x
10º	2-Agosto-1986	*	*	*	*	*	*	8 (-)	x	x	x	x
11º	12-Enero-1987	3	*	3	2	*	*	*	x	x	x	x
12º	6-Enero-1990	*	*	*	*	*	3,68 (-)	*	*	x	x	x

"Seudorealineamiento" como consecuencia de la adopción por parte de Italia de la "banda estrecha" de fluctuación, que se tradujo en una modificación de los tipos centrales respecto al ECU de todas las monedas del sistema:

- Apreciándose respecto a la lira un 3,01 %
- Depreciándose respecto al resto de monedas un 0,69 %

CUADRO 8 c)

REAJUSTES DE PARIDADES DENTRO DEL SME: 3ª etapa: La crisis de 1.992

Nº	FECHA	VARIACIONES EXPERIMENTADAS POR LAS MONEDAS										
		DM	FF	F1	FB FL	CD	LI	LI	P	L	E	D
13º	13-Sept.-1992	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5 (-)	3,5	3,5	3,5	3,5	x
14º	17-Sept.-1992	*	*	*	*	*	x	*	5	x	*	x
15º	21-Nov.-1992	*	*	*	*	*	x	*	6 (-)	x	6 (-)	x
16º	31-Enero-1993	*	*	*	*	*	x	10 (-)	*	x	*	x
17º	14-Mayo-1993	*	*	*	*	*	x	*	8 (-)	x	6,5 (-)	x

MONEDAS

DM	Marco Alemán	FF	Franco Francés	F1	Florín Holandés
FB	Franco Belga	FL	Franco Luxemburgués	CD	Corona Danesa
LI	Lira Italiana	LI	Libra Irlandesa	P	Peseta
L	Libra Esterlina	E	Escudo	D	Dracma Griego

SÍMBOLOS

- * Monedas del sistema que no experimentan variación
- x Monedas no pertenecientes al sistema de cambios
- (-) Devaluaciones (sin signo para las apreciaciones)

CAPITULO SEXTO

LA INTEGRACION MONETARIA EUROPEA: EL "INFORME DELORS" Y EL TRATADO DE MAASTRICHT

El futuro del Sistema Monetario Europeo.

El Sistema Monetario Europeo, cuyos mecanismos hemos analizado en el capítulo anterior, no ha permanecido estático a lo largo de su periodo de funcionamiento, desde el 13 de marzo de 1.979. Como veremos al recorrer su historia, ha sufrido importantes tensiones que, de no ser por una recia voluntad política para mantenerlo, hubiesen podido hacerlo desaparecer. Sin embargo, este sistema, como cualquier otro, debe ser un medio para canalizar las actuaciones en política económica (y en particular, en política monetaria), y no un fin en sí mismo. Mantener un sistema de tipos de cambio fijos, o fluctuantes, no tendría ninguna razón de ser si fuese indiferente para la sociedad y la economía que los tipos de cambio fluctuasen o no. Es por los efectos que las variaciones en los tipos de cambio tienen sobre la economía por lo que, en función de las convicciones sobre cuales son dichos efectos, que se opte por un sistema de tipos de cambio fijos, o uno de cambios fluctuantes, estableciéndose mecanismos para garantizar el objetivo deseado.

En el capítulo anterior hemos visto cuales fueron los ins-

trumentos de los que se sirvió la Comunidad Europea para lograr establecer una zona de estabilidad, mediante la articulación de un sistema de tipos de cambio fijos, pero de paridades ajustables, en el que se permitían unas ciertas fluctuaciones dentro de los límites de unas bandas de fluctuación, y ahora hemos de tratar de dilucidar cual es el futuro del mismo, a la vista de los avances que se han producido dentro de la Comunidad Europea. El objetivo de lograr una unión económica y monetaria, y en particular éste último aspecto del proceso de integración, determina dicho futuro, en el cual el Sistema Monetario Europeo como tal no tiene razón de ser, y da una importancia especial a su análisis durante el proceso que lleve a lograr dicha unión. El futuro del Sistema Monetario Europeo, por tanto, no puede ya ser contemplado fuera del proceso de integración monetaria.

Anteriormente se dijo que al instaurarse el Sistema Monetario Europeo se preveía una fase "institucional" del mismo, pero que la falta de una voluntad política de afrontar el proceso de integración (con el mantenimiento de políticas económicas nacionales no convergentes, y en muchos casos netamente divergentes) unido a la inexistencia de organismos supranacionales que adoptasen las medidas para lograr esa coordinación hicieron que aún hoy día no se haya realizado. Sin embargo, ya desde 1.981, en que el Consejo Económico Financiero, en su reunión de 15 de febrero, dedicada a las propuestas de profundización del SME (estableciendo la necesidad de incrementar la utilización oficial del ECU, así como apoyar su creciente utilización privada, eliminando las restricciones de carácter nacional a su uso, y encomendando al FECOM su control), se tenía clara cual debía de ser la base futura del Sistema Monetario Europeo, al establecer

que sería necesaria la transformación del ECU una moneda europea, emitida por un Fondo Monetario Europeo, así como la transformación de los instrumentos financieros comunitarios, para adaptarlos a un proceso de integración europeo. También el Parlamento Europeo, en su Resolución de 16 de febrero de 1.984, sobre la consolidación y consecución del Sistema Monetario Europeo, tras exponer las debilidades del mismo (las modalidades de creación de los ECUs; la ausencia de coordinación de las políticas de tipos de cambio respecto a terceras monedas; la débil aceptación y negociabilidad del ECU, así como su falta de convertibilidad y exclusividad; y la ausencia de convergencia hacia la estabilidad interna), realiza propuestas concretas sobre su reforma, en términos similares a los anteriores.

La primera modificación del Tratado de Roma con la firma, el 17 de febrero de 1.986, en Luxemburgo, y el 28 de febrero, en La Haya, del Acta Unica Europea (cuya entrada en vigor tendría lugar el primero de julio de 1.987, abría las posibilidades de llevar a cabo no sólo el gran mercado interior en 1.993, si no también de crear el marco necesario para una mayor cooperación monetaria y la armonización de las restantes políticas de los países miembros. El undécimo reajuste, en 1.987, y la entrada en vigor del Acta Unica Europea, en julio de este mismo año, llevó a la convicción de que el Sistema Monetario Europeo necesitaba una reforma, y el estudio de la misma llevó, por fin, a plantear, una vez más pero de forma decidida, la necesidad de fijarse como objetivo la Unión Monetaria Europea, y la crisis monetaria de 1.992 sólo hizo que esa convicción aumentase. Pero, sobretodo, las modificaciones del texto original del Tratado de Roma, permitieron incorporar todos los aspectos que

se habían planteado hasta ese momento, superándose los conceptos de "coordinación" y "cooperación", existentes hasta entonces, e introduciendo el de "convergencia", al mismo tiempo que *corrige las deficiencias que en materia monetaria contenía el primitivo texto*. El proceso de liberación de los movimientos de capitales, que vino a coincidir con la puesta en marcha de la reforma del Tratado de Roma, incidió aún más en esta necesidad. La nota del Presidente de la Comisión al Presidente del Consejo, en abril de 1.987, ya recogía esta impresión de que se comenzaba una nueva etapa para el sistema: "El primer periodo del Sistema Monetario Europeo habrá sido una etapa de convergencia dolorosa ... Esta primera fase llega a su fin, y el reajuste de paridades del 12 de enero de 1.987 constituye probablemente su punto final ..." (91). La etapa de asentamiento que se inició tras 1.987, parecía respaldar este cambio en la evolución del Sistema Monetario Europeo, y la crisis de 1.992 puso en evidencia la necesidad de su reforma y la imposibilidad de su mantenimiento de forma indefinida si no se avanzaba en el camino de la unificación económica y monetaria, poniendo de manifiesto de esta forma, tanto su carácter de mero instrumento de la política económica, y no de fin en sí mismo, como la imposibilidad de seguir articulando políticas monetarias diferentes en el marco de liberalización de movimientos de capitales, y al mismo tiempo mantener la estabilidad cambiaria basada únicamente en los mecanismos establecidos en el Sistema Monetario Europeo. Por lo tanto, la reforma del mismo consistía ya en su propia desaparición y, hasta que esta se produjese, en la total coordinación monetaria entre los países, junto a la articulación de políticas económicas compatibles con esta coordinación monetaria.

Como veremos posteriormente, una vez iniciado el periodo de convergencia con la puesta en marcha de los programas de ajuste en los países que no reunían los requisitos establecidos para poder adoptar la "moneda única europea", las tensiones cambiarias se agudizaron, poniéndose de manifiesto la dificultad que para los países más débiles suponían articular sus medidas de política económica en un contexto de tasas de interés elevadas, dirigidas a controlar la inflación, y mantener al mismo tiempo la estabilidad de sus respectivas monedas. Esta situación, unida a un periodo de recesión económica, llevaría a cuestionar la política ortodoxa desarrollada por el Bundesbank, que veía como los efectos de un proceso de unificación alemana impedían a este país desarrollar cualquier tipo de política expansiva, puesto que de forma inmediata se generaban tensiones inflacionistas que obligaban a mantener los tipos de interés en tasas muy elevadas. La intervención en los mercados de divisas se hacía cada vez más necesarias (tanto más cuanto nuevamente los realineamientos de monedas hacían acto de presencia, evidenciando que el periodo de estabilidad había terminado), las monedas alcanzaban sus límites de fluctuación con excesiva frecuencia, y los tipos de interés ya permanecían a niveles muy elevados, en un momento en que la economía se dirigía hacia un periodo de recesión. La reducción de las bandas de fluctuación, la articulación de medidas de intervención compartida (que hiciesen más equilibrado el ajuste) y los acuerdos sobre coordinación de las políticas monetarias parecían los puntos sobre los que se basaba la reforma del Sistema Monetario Europeo. Sin embargo, desde el punto de vista del autor del presente trabajo doctoral, la única reforma posible del Sistema Monetario Europeo que podría

llevarse a cabo en este contexto era su culminación, es decir, la implantación en el plazo más breve posible de la moneda única, y por tanto, la propia desaparición del sistema, al no ser ya necesario. Los retrasos en llevar a cabo dicha medida sólo podrían tener efectos negativos sobre las economías comunitarias, siendo dudoso que la convergencia que se deseaba alcanzar fuese posible una vez iniciado el periodo de recesión ante la inestabilidad que experimentaban las economías, y de la cual los tipos de interés se habían convertido no sólo en un reflejo de su existencia, si no también en causa de alguno de sus nocivos efectos, desviándose la inestabilidad de precios del mercado de bienes al de capitales, pero sin poder evitar el reflejo que en el campo real de la economía tiene la variación de los tipos de interés.

EL "INFORME DELORS"

La decisión del Consejo Europeo, reunido en Hannover, de crear un "Grupo de Trabajo para la Unión Monetaria" respondió a lo anteriormente expuesto (aunque inicialmente su misión fuera el estudio sobre la creación de un Banco Central Europeo, así como proponer un proyecto al Consejo y establecer un calendario para la implantación de dicho organismo, lo que contó con la oposición británica, no siendo posible su desarrollo). Este comité formado por los Gobernadores de los doce Bancos Centrales, el Presidente de la Comisión, un miembro de esa Comisión Europea y tres expertos, elaboraron el denominado "Informe Delors", que constituye la base del proceso de unión económica y monetaria en el que la Comunidad Europea se encuentra inmersa actualmente.

En el Consejo Europeo de Madrid se analizó el Informe del Comité Delors y se determinó que la Conferencia Intergubernamental necesaria para llevar a cabo las propuestas contenidas en el mismo, debería reunirse, tras una conveniente preparación, una vez que la primera fase del proceso se hubiese comenzado, es decir, no antes del primero de julio de 1.990, sin fijar una fecha determinada, siendo posteriormente convocada para diciembre de 1.990, en la Cumbre de Roma, presentándose por la Comisión Europea el 21 de agosto un informe en el que se establecía un calendario para la unión económica y monetaria, y en la Cumbre de Roma se establecieron las condiciones que deberían cumplir los Estados miembros previamente al comienzo de la segunda fase:

- * La incorporación de todas las divisas comunitarias al mecanismo de cambio del Sistema Monetario Europeo.
- * Prohibición de la financiación "no ortodoxa" de los déficits públicos, mediante el recurso a anticipos de los Bancos Centrales, o cualquier otra forma de financiación de carácter coactivo.
- * Prohibición del "ahorro público negativo", es decir, que el déficit público no supere el volumen de inversión pública.
- * Independencia total de los Bancos Centrales Nacionales respecto de sus respectivos gobiernos.

Con base en el acuerdo anterior, el Consejo Europeo reunido

en Roma los días 27 y 28 de octubre de 1.990 alcanzó el acuerdo (por once votos contra uno, el británico) de garantizar la irreversibilidad del proceso hacia la unión política, económica y monetaria de la Comunidad Europea. Se estableció el primero de enero de 1.994 como la fecha de inicio para la segunda fase del proceso de unificación monetaria y económica, una vez realizado el programa del Mercado Interior Único, y cumplidos por todos los Estados comunitarios los cuatro requisitos objetivos mencionados, así como para la creación de una Institución Monetaria Europea, formada por los bancos centrales nacionales y un órgano central comunitario. Esta institución estaría encargada de la coordinación de las políticas monetarias de los países comunitarios, con total independencia. Una vez transcurridos tres años de esta segunda fase se determinaría el comienzo de la tercera y definitiva etapa del proceso, si bien quedaba lejos de definirse cual debía ser la forma de definir el ECU y su "valor oficial" durante la segunda etapa (planteándose el establecimiento de una "cesta dura", que mantuviese fija su paridad respecto a todas las monedas que no se devalúen, de producirse algún realineamiento). Igualmente habría que determinarse cual sería el papel del Banco Central Europeo ya desde la segunda etapa del proceso de unificación económica y monetaria, cuyo comienzo se fijó igualmente en el uno de enero de 1.994.

En posteriores reuniones de los Ministros de Economía y Finanzas se sentaron los principios que debían determinar la actuación futura, en lo que al paso de la segunda a la tercera fase se refiere, y que se concretaban en la imposibilidad de veto al inicio de la tercera fase, la no coerción, la imposibilidad de exclusión arbitraria de un país. Además, se fijó la

fecha de inicio de esa tercera fase en 1.997. Con esta base de discusión, que constituía la síntesis del Informe Delors, y las propuestas española y británica, se llegó a la Cumbre de Maastricht, y en ella al Acuerdo sobre la Unión Europea.

El denominado "Informe Delors" constituye en sí mismo un plan de convergencia de las políticas económicas comunitarias, amparándose en las tensiones que sobre los tipos de cambio tendría el mantenimiento de unas políticas nacionales incompatibles, una vez alcanzadas tanto la plena movilidad de capitales como la integración de los mercados financieros que se preconizaba en el Acta Única. El "Mercado Único Europeo" que se alcanzaría con estas dos medidas quedaría incompleto, y sería difícilmente mantenible de no lograr esa coordinación, o mejor dicho convergencia, de las políticas económicas nacionales. Pero como el propio informe indica (92), la unión económica y monetaria que se derivaría de esa convergencia va más allá del programa del mercado único.

El informe determina que la unión económica y monetaria en Europa implicaría una total libertad de circulación de personas, bienes, servicios y capitales, junto a la irrevocabilidad de los tipos de cambio entre las monedas nacionales de los países miembros y, finalmente, una moneda única. Las condiciones para lograrlo serían la implantación de una política monetaria común, un alto grado de compatibilidad de la política económica y una coherencia en otras áreas, y en particular en el área fiscal. La responsabilidad de formular la política monetaria común debería ser conferida a un único órgano de decisión, lo que supone la transferencia del poder de decisión desde los Es-

tados miembros hacia dicho órgano, con la pérdida de soberanía consiguiente, basado todo ello en el "principio de subsidiariedad", que dejaría en manos de los gobiernos nacionales la mayoría de las decisiones, atribuyéndose a los órganos comunitario sólo aquellos asuntos que precisasen de una toma de decisiones colectiva. Este principio adquirió un gran protagonismo tras la crisis de 1.992 al servir a los "euroescépticos" como arma de lucha para combatir los que ellos denominan el "centralismo comunitario", utilizándolo únicamente en una dirección.

La garantía de una convertibilidad total e irreversible de las monedas y la completa liberalización de los movimientos de capitales, junto con la plena integración del sistema bancario europeo y de otros mercados financieros (que se cumplirían con la culminación del programa del mercado interior), deberían ser completadas con la eliminación de los márgenes de fluctuación de las monedas y la fijación irrevocable de las paridades de los tipos de cambio si se quería alcanzar una unión monetaria, en la que se gestionasen conjuntamente las políticas económicas con el fin de alcanzar objetivos macroeconómicos comunes. La libertad de movimiento de personas, bienes, servicios y capitales, con políticas estructurales y regionales comunes, medidas de protección de la competencia igualmente comunes, y el establecimiento de normas de obligado cumplimiento en materia presupuestaria, determinarían los aspectos que, unidos a los que deben regir la unión monetaria, permitirían alcanzar esta unión en el ámbito económico. La reducción de los costes de las transacciones y la eliminación de las incertidumbres sobre los tipos de cambio intracomunitarios, que se derivarían de la creación de una zona monetaria, reforzarían las ventajas potencia-

les del espacio económico ampliado.

Pero el informe recoge la necesidad de establecer un marco institucional que hiciese posible desarrollar la política monetaria común, y la creación de una institución monetaria, de estructura federal y con total independencia, que centralizase las decisiones y que, con el objetivo de lograr la estabilidad de precios, fuese la responsable de formular la política monetaria europea, participando en la coordinación de la supervisión bancaria y apoyando la política económica general. En el Informe se proponía que esta nueva institución se denominase "Sistema Europeo de Bancos Centrales" (SEBC), y que se formase por una institución central (dotada de balance propio) y por los bancos centrales nacionales, asumiendo en la fase final la formulación de la política monetaria y la gestión de la política de tipo de cambio comunitaria, frente a terceros países.

El informe expone la idea de que una unión monetaria no implica necesariamente una única moneda, si bien considera ésta característica como "deseable", considerando que el ECU tenía el potencial suficiente para convertirse en dicha moneda única, (desechándose la posibilidad de adoptar, en su caso, una estrategia de moneda paralela, que se emitiría conjuntamente a las monedas nacionales, con lo que se iniciaría un proceso de "expulsión" de las monedas nacionales, al considerar que la misma sería una amenaza a la estabilidad de precios, e incrementaría las dificultades para coordinar las políticas monetarias nacionales).

Para lograr esta unión económica y monetaria, el Informe Delors establecía una serie de medidas que debían considerarse en su conjunto como un proceso único de aproximación progresi-

va, que se estructuraba en tres fases discontinuas pero en evolución (al incluirse al principio de cada una de ellas nuevos acuerdos que afectasen gradualmente a las condiciones económicas, y generasen un cambio en las mismas que permitiese acceder a la siguiente etapa). Estas tres fases se desarrollaría paralelamente a un proceso de convergencia que evitase desequilibrios que se podrían transformar en tensiones económicas que dificultarían el logro del objetivo final.

La primera etapa debería comenzar el primero de Julio de 1.990, coincidiendo con la liberalización de los movimientos de capitales en la Comunidad, pero no se fijaba un plazo para alcanzar el objetivo perseguido, dejando la decisión de la velocidad que debería tener el proceso en manos de los responsables políticos. Puesto que el Tratado de Roma, con las modificaciones introducidas en el mismo a través del Acta Unica Europea, no eran suficientes para llevar a cabo los cambios necesarios para lograr la unión económica y monetaria (salvo en lo que se refiere a la primera etapa), se planteaba la necesidad de dar una base jurídica al proceso, bien mediante la elaboración de un nuevo Tratado para cada etapa, o bien mediante la firma de un Tratado Global, que recogiese los aspectos esenciales del proceso, y los acuerdos institucionales necesarios para llevar a cabo las medidas y alcanzar los objetivos de cada una de estas tres etapas, optándose por esta ultima posibilidad. Estas medidas y objetivos de cada etapa eran las siguientes:

* En la primera etapa, que como ya se ha indicado debería iniciarse no más tarde del primero de Julio de 1.990, para que se sumase al proceso de liberalización de los movimientos de capitales, debería iniciarse el proceso de convergencia, y

llevar a cabo la modificación del Tratado de Roma necesaria para respaldar jurídicamente el proceso de integración.

El conjunto de avances que debían lograrse para acceder a la segunda fase del proceso se concretaban en la consecución del mercado interior, la reforma de los fondos estructurales (con un incremento de los recursos dedicados a los mismos), y el establecimiento de un nuevo proceso de convergencia, que incluyese un sistema de vigilancia multilateral de la misma, así como un procedimiento que permitiese la coordinación de la política presupuestaria y la actuación concertada en este campo, junto a una mayor cooperación en el campo monetario, que se tradujese en la participación de todos los países comunitarios en el mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo, unificándose las reglas dentro del mismo, la eliminación de los obstáculos a la utilización privada del ECU, y un seguimiento estricto de la situación monetaria en el ámbito de la Comunidad por parte del Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales, con la creación de tres Subcomités (de política monetaria, de política de cambios y consultivo), unido todo ello a la posible creación de un Fondo Europeo de Reserva (FER), como precedente del Sistema Europeo de Bancos Centrales, cuyos recursos se generasen por la puesta en común de parte de las reservas de los bancos centrales nacionales.

* En la **segunda etapa**, una vez que entrase en vigor el nuevo Tratado Europeo, se crearía la estructura básica de la unión económica y monetaria, instituyéndose los organismos necesarios, y actuando en función de la situación económica del momento, de conformidad con la experiencia obtenida en la etapa

precedente, siendo una etapa de transición hacia la fase final del proceso.

Las autoridades comunitarias establecerían los objetivos económicos básicos, implantando reglas no vinculantes, pero estrictas, sobre el montante de los déficits fiscales y su financiación. Se crearía el Sistema Europeo de Bancos Centrales, que absorbería al Fondo Europeo de Cooperación Monetaria, y al Comité de Gobernadores de Bancos Centrales (con los tres subcomités creados en la fase anterior), pasándose de una coordinación de las políticas monetarias nacionales a una política monetaria común.

* En la tercera etapa se iniciaría un proceso de reducción de los márgenes de fluctuación de los tipos de cambio, con el objetivo de alcanzar un sistema de tipos de cambio irrevocablemente fijos, reemplazándose en el curso de la misma las monedas nacionales por una moneda comunitaria única. Las instituciones comunitarias irían asumiendo la totalidad de sus competencias.

Para ello, se reforzarían las políticas estructurales y regionales comunitarias, adaptando sus instrumentos y recursos a las necesidades de la unión económica y monetaria. Las reglas y procedimientos de la Comunidad, tanto en el ámbito macroeconómico como presupuestario, adquirirían el carácter de vinculantes, mientras el Consejo de Ministros, en cooperación con el Parlamento Europeo, podrían adoptar decisiones directamente aplicables sobre limitación de los presupuestos nacionales, y recursos de la Comunidad, así como modificar las condiciones de las políticas estructurales y los préstamos comunitarios a medio plazo, asumiendo la Comunidad la representación internacio-

nal de los países miembros, en materia de coordinación económica y negociaciones monetarias.

LAS PROPUESTAS ALTERNATIVAS

La creación de un banco central europeo, cualquiera que sea el nombre que éste tuviese, la implantación de una moneda única en la Comunidad, y la duración de cada una de las fases, fueron los tres aspectos del informe que, inmediatamente después de su presentación, recibieron las críticas más duras. En la reunión que mantuvieron los ministros de economía y finanzas en S'Agaró los días 19 y 20 de mayo de 1.989, con el fin de preparar los asuntos que deberán ser discutidos en el Consejo Europeo que se debía celebrar en Madrid, el representante británico manifestó la decisión de su gobierno de no aceptar ninguna medida que se tradujese en la cesión de parte de la soberanía nacional, si bien aceptó que se mantuviesen los trabajos sobre la primera fase del proceso, al no suponer éstos más que una mayor coordinación y armonización de las políticas económicas de los países comunitarios, que igualmente se hubiese tenido que afrontar al introducir la libertad de movimientos de capitales (aspecto éste que sí era deseado por las autoridades británicas), lo que fue mantenido en la Cumbre de Madrid. El representante británico consiguió introducir en el debate la idea de que si bien el Informe Delors constituía una base para la unión monetaria, no era el único camino para lograr el objetivo buscado, por lo que era necesario plantear fórmulas alternativas con las que compararlo antes de decidir sobre la conveniencia de su adopción.

Esta situación llevó a que se presentasen dos propuestas complementarias, o alternativas, una española y otra británica,

al plan de actuación del Informe Delors, que sirvieron de base, junto a éste, para redactar el contenido del Tratado de Maas-tricht.

La propuesta española

En primer lugar, la propuesta española sobre la unión monetaria intentaba lograr una posición de consenso, manteniendo la unión monetaria junto a la unión económica como el objetivo a alcanzar, y utilizaba para ello al Informe Delors como la base de un proceso por etapas para alcanzarlo, iniciando ese proceso de integración monetaria el primero de julio de 1.990, con la puesta en marcha de la primera fase establecida en el informe y el comienzo de trabajos para preparar la convocatoria de la Conferencia Intergubernamental dirigida a la modificación del Tratado de Roma (para la que se formó un Comité negociador), y definir claramente las dos fases restantes. Esta propuesta se concretaba en el establecimiento de un Banco Central Europeo al finalizar la segunda etapa, partiendo para ello de un Sistema Europeo de Bancos Centrales. El Banco Central podría no sólo emitir ECUs si no que, además, tendría potestad para emitir pasivos oficiales en ECUs (mediante la aceptación de depósitos en ECUs a cambio de las monedas nacionales), y asumiría las competencias en materia monetaria del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) y del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, coordinando las políticas monetarias nacionales, pudiendo también intervenir en los mercados de divisas como cualquier banco central nacional, así como actuar en ECUs mediante operaciones activas, prestando a los bancos comerciales a corto plazo y con limitaciones estrictas respecto a la cuantía, para

evitar un crecimiento no deseado de la oferta monetaria.

El ECU, seguiría definiendo su valor respecto a una "cesta de monedas", en la que se incluyan cantidades determinadas de cada una de las monedas comunitarias, pero tendrá el carácter de "cesta dura" al no procederse a su revisión más que en los casos en que exista un realineamiento, y no en periodos fijos como venía sucediendo hasta el momento, en que cada cinco años se llevaba a cabo su variación. Esta revisión se produciría de forma automática en cada realineamiento pero de manera que el ECU mantenga fija su paridad central bilateral respecto a todas las monedas que no se devalúan, o en su caso, respecto a aquella moneda respecto a la cual todas las demás pierden valor.

La propuesta británica

La propuesta británica de Unión Monetaria, como alternativa al "centralista" Informe Delors, planteaba un proceso evolutivo en el que se permitiese la libre competencia de las monedas de los diferentes países comunitarios, siendo el mercado el que determinase cual era la moneda más fuerte y, por lo tanto, la que debería ser la moneda común. Mientras tanto, se proponía la puesta en circulación de un "ECU fuerte" que constituyese la moneda común europea, como alternativa a la moneda única, el cual sería emitido por un "fondo monetario europeo", ya desde el inicio de la segunda fase del proceso de unificación económica y monetaria, y no estaría definido como una "cesta de monedas", ni por una simple relación respecto a otros activos o monedas, si no que tendría un valor propio y diferenciado respecto a otras monedas, pero con la característica diferenciadora de que no podría verse devaluada frente a ninguna de las mo-

nedas del sistema.

El "ECU-Duro" formaría parte del sistema de cambios, y para evitar su devaluación los bancos centrales de los países del sistema "compensarían" al Fondo Monetario Europeo por las pérdidas cambiarias que experimentasen sus monedas, evitando de esta manera que una devaluación afectase al respaldo que debía tener la nueva moneda creada. Sólo si las fuerzas del mercado así lo requerían, y si existiese pleno acuerdo de los gobiernos de los países comunitarios, el Fondo Monetario Europeo pasaría a convertirse en un Banco Central Europeo, y el ECU-Duro en la moneda única europea.

No obstante, esta propuesta que fue presentada por el Ministro de Economía británico, John Major, contó con el rechazo de la Primera Ministra Británica, Margaret Thatcher, contribuyendo al desarrollo de una crisis gubernamental que se detallará posteriormente.

Otras alternativas al "Plan Delors"

El Banco de Francia, por su parte, defendía una postura más acorde con el estricto seguimiento del Plan Delors, pero introduciendo en el mismo la idea del establecimiento de una "unión monetaria a dos velocidades", de forma que se incorporasen previamente los países que reunieran las condiciones objetivas para lograr esta unión monetaria, y posteriormente se sumasen a las misma los restantes países que lo desearan, una vez que los mismos cumpliesen dichas condiciones objetivas. Esta postura de una Europa a dos velocidades era defendida igualmente por las autoridades del Bundesbank, que destacaban las dificultades de llevar a cabo un proceso de unión monetaria entre países de muy

diferente estructura y desarrollo, considerando necesaria la previa armonización de las políticas financieras, e iniciando el proceso de unificación monetaria aquellos países cuyas economías se encontrasen a niveles similares, y cuya armonización resultara más sencilla, de forma que los mismos acelerasen dicho proceso, al cual se unirían con posterioridad el resto de los países, una vez que sus economías hubiesen salvado las diferencias existentes. Igualess argumentos eran defendidos por las autoridades económicas de Holanda, que junto a Francia, Luxemburgo, Bélgica, Dinamarca, y la propia Alemania, constituirían los países de "via rápida".

Sin embargo, estos argumentos chocaban con el criterio mantenido por la Comisión Europea, y de otros países que no estaban en el grupo de países indicados, pero si tenían un claro interés de afrontar el proceso de unificación, como era el caso de España, que rechazaban totalmente cualquier medida que supusiese la división en dos de la Comunidad, defendiendo el establecimiento de unos plazos conocidos para lograr el grado de convergencia deseado, y la generación de una presión institucional sobre los países para que estos tengan estímulos exteriores para mantener el avance adecuado, que se sumase al compromiso de realizar un esfuerzo nacional para lograr la convergencia de las economías de los países miembros antes de la terminación de la primera fase, permitiendo así comenzar la segunda en condiciones de avanzar hacia la unión monetaria.

Sería la concepción francesa y alemana, si bien muy suavizada mediante el estableciendo un período previo de convergencia, y aparentemente adaptada a la postura de la Comisión, al establecerse un proceso por etapas, la que en realidad tuvo su

concreción en los Acuerdos de Maastricht.

Un acuerdo de los once países comunitarios, excluido el Reino Unido, les llevó a la aprobar el calendario que suponía la puesta en marcha de la segunda fase del proceso a comienzos de 1.994, en consonancia a la propuesta realizada en su día por el representante español, así como la creación de una Institución Monetaria Europea, formada por los bancos centrales nacionales y un órgano central comunitario, cuya función primordial será la coordinación de las políticas monetarias de los países comunitarios, contando para ello con total independencia; establecer un plazo de tres años de experiencia en la segunda fase, en la que los países debían cumplir cuatro condiciones objetivas representativas de su convergencia y disciplina dentro del proceso: participación de todas las divisas en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo; prohibición de financiar los déficits mediante el recurso al banco central nacional, o mediante cualquier otra forma de financiación coactiva; mantenimiento de los déficits presupuestarios nacionales por debajo de sus respectivos niveles de inversión bruta, de forma que no exista un ahorro público negativo; y, total independencia de los bancos centrales respecto a sus respectivos gobiernos). Tras este periodo, la Comisión y el Consejo de la Institución Monetaria creada durante esa segunda fase, deberían elaborar un informe sobre los progresos observados de forma que el Consejo Europeo pudiera decidir sobre el comienzo de la tercera y definitiva fase del proceso.

Respecto al papel del ECU en el proceso, en la segunda etapa su valor oficial se seguiría definiendo sobre una "cesta ponderada" de las doce monedas comunitarias, pero a diferencia

de lo que se producía hasta entonces, ésta sería una "cesta" dura que, en los posibles realineamientos, mantendría fija su paridad respecto a todas las monedas que no se devaluasen. La institución monetaria podría, ya desde la segunda etapa, emitir pasivos en ECUs, estableciéndose una "cuenta de intercambio" con los bancos centrales nacionales cuya creciente implantación facilitaría el futuro proceso de sustitución de monedas.

Los días 15 y 16 de diciembre se desarrollaron las Conferencias Intergubernamentales para la Unión Económica y Monetaria (UEM) y para la Unión Política (UP), acordándose por unanimidad la reforma de los Tratados Constitutivos de las Comunidades Europeas, e introduciéndose la regla de la mayoría cualificada de ocho Estados para que el proceso integrador pueda ser llevado a su fin, reservándose el requisito de unanimidad para la decisión final de adoptar una moneda única.

En el primer semestre de 1.991, la presidencia de la Comunidad, que correspondía a Luxemburgo, presentó un informe en el que fijaba la fecha de finales de 1.996 para el comienzo de la tercera fase del proceso, concediéndose una moratoria a aquellos países que no estuviesen en condiciones de afrontarla. La determinación de los países que estaban en condiciones de acceder a esta tercera fase a finales de 1.996 sería adoptada por el Consejo Europeo a la vista del informe que presentasen el Banco Central Europeo (en funciones desde el inicio de 1.996) y la Comisión, atendiendo a criterios objetivos de la convergencia entre los países (tasa de inflación, déficit público, nivel de deuda pública y tipos de interés). Asimismo, en este momento, los países que participasen en la tercera fase de la unión económica y monetaria, decidirían la introducción del ECU como

moneda única europea. Los países que no participasen en esta tercera fase perderían derecho de decisión sobre este asunto y respecto a aquellos relativos a la instrumentación de la política monetaria del sistema. La aprobación de un calendario del proceso de unión monetaria, que llevaría a lograr la misma en 1.998, y que determinaba que los países comunitarios que mantuviesen su moneda en la "banda ancha" de fluctuación deberían reducir la misma antes de 1.996, completaban el esquema sobre el que se basaría el Tratado de Maastricht, en lo referente a medidas a adoptar para el logro de la unión económica y monetaria (dejando al lado el proceso de unificación política), aunque el problema de la financiación del proceso y la adopción de un Fondo de Cohesión que permitiese a los países con mayor divergencia afrontar los programas necesarios para estar en condiciones de acceder a la segunda fase del proceso, estaban aún por definir.

Los días 28 y 29 de Junio de 1.991, en Luxemburgo, se reunieron los Jefes de Estado y de Gobierno de los países comunitarios en el Consejo Europeo que ponía fin al semestre de presidencia luxemburguesa, y acordaron por unanimidad que las negociaciones de las dos Conferencias Intergubernamentales para la Unión Política, Económica y Monetaria Europeas, tuviesen su colofón en Maastricht (Holanda), el 10 de diciembre, en el Consejo Europeo con el que terminaba el semestre de presidencia holandesa, en el que se establecieron los principios de imposibilidad de veto, no coerción y no exclusión arbitraria, y la fijación de 1.997 como fecha de inicio de la tercera fase de la unión económica y monetaria.

EL TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA

El Consejo Europeo, reunido en Maastricht durante los días 10 y 11 de diciembre de 1.991, logró un acuerdo sobre un nuevo Tratado de la Unión Europea, cuya aprobación hacía irreversible el proceso de integración, y constituía una transformación de los acuerdos que unían a los países comunitarios desde la firma del Tratado de Roma, mayor que la introducida por el Acta Única, de la que era, en definitiva, una consecuencia. El 7 de febrero de 1.992, nuevamente en Maastricht, los Ministros de Asuntos Exteriores y de Economía y Finanzas de la Comunidad Europea firmaron el Tratado de Unión Europea, que se derivaba de dicho acuerdo.

La Unión Europea, entre otros objetivos, pretende establecer una unión económica y monetaria que implicará, en su momento, una moneda única, dentro de un marco institucional único, que mantendrá la coherencia y continuidad del conjunto de sus acciones en todos los campos, incluido el económico, siendo responsabilidad del Consejo y de la Comisión garantizar dicha coherencia. A efectos de lograr dar una respuesta global a los problemas que se presentarían como consecuencia del proceso de integración, y no deseando limitar éste a aspectos meramente económicos, si no ampliar su actuación al campo social y político, se incluyen importantes aspectos sobre la unión política. En el artículo 8 se crea la ciudadanía de la Unión, indicando que será ciudadano de la Unión toda persona que ostente la nacionalidad de un Estado miembro, teniendo el derecho, entre otros, a ser elector y elegible en las elecciones municipales del Estado miembro en que resida (lo que provocó la primera reforma de la Constitución Española desde su aprobación en 1.978)

y en las elecciones al **Parlamento Europeo** (término que va a sustituir al de "Asamblea", que figuraba anteriormente), en las mismas condiciones que los nacionales de dicho Estado. Asimismo, se crea la figura del **Defensor del Pueblo**, y se establece una política exterior y de seguridad común, asumiendo la Presidencia la representación de la Unión. Igualmente, se establecen medidas para el logro de una política social única (quedando excluido, por voluntad propia, el Reino Unido), y se acuerda la creación antes de finalizar 1.993 de un Fondo de Cohesión, una vez evaluados en 1.992 el funcionamiento y eficacia de los Fondos Estructurales.

El nuevo marco en el que se iban a desarrollar todos estos cambios no podía establecerse utilizando la base legal existente. El artículo 100 del Tratado determina que será el Consejo por unanimidad, el que, a propuesta de la Comisión, y previa consulta al Parlamento Europeo y al Comité Económico y Social, adoptará las directivas para la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros, que incidan directamente en el establecimiento o el funcionamiento del mercado común. Con esta redacción se ampliaba el ámbito de actuación tanto del Parlamento Europeo como del Comité Económico y Social, que hasta ese momento sólo debían ser consultados cuando la ejecución de las directivas implicase la modificación de disposiciones legales de alguno de los países miembros.

El Tratado de Unión Europea, debería ser ratificado por el Parlamento Europeo y los Parlamentos de los países miembros, y someterse a los requisitos que las legislaciones nacionales exigían para su ratificación, sumándose esta cuestión a los dos

problemas a los que, sin opción alguna, deberían enfrentarse los países comunitarios: la adopción de planes nacionales de convergencia, cuyo seguimiento era necesario para llegar a reunir los requisitos exigidos para acceder a la segunda fase de la unión monetaria (lo que suponía afrontar reformas estructurales e importantes costos económicos y sociales a corto plazo que iban a hacer difícil su aceptación, pudiendo incluso condicionar la ratificación del tratado en los respectivos Parlamentos; y el propio coste económico del proceso, que se iba a traducir en una modificación del presupuesto comunitario y en una mayor aportación, por tanto, de los países miembros a las arcas comunitarias.

Gran Bretaña, por la vía de las cláusulas de exclusión del sistema de moneda única y de la actuación de un Banco Central Europeo, que estableciese una política monetaria única en la Comunidad, y de salvaguardia en el campo de la política social, quedaba de hecho fuera del Tratado, en sus aspectos más relevantes, si bien se admitía la posibilidad de su futura participación, pese a que había conseguido una suavización importante de las condiciones del acuerdo, con la amenaza de vetarlo.

La regulación del proceso de unión económica y monetaria

En el artículo 2 del Tratado de Unión Europea se incluye el establecimiento de una unión económica, junto a un mercado común, como misión de la Comunidad (desapareciendo la referencia a la progresiva aproximación de las políticas económicas, que se recogía en la anterior redacción), adoptándose para ello una política económica que, de conformidad con el principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, se base en

la estrecha coordinación de las políticas económicas seguidas por los estados miembros, en el mercado interior y en la definición de objetivos comunes. Para ello, los Estados miembros deberán considerar sus políticas económicas (y no sólo las coyunturales, como hasta esos momentos) como una cuestión de interés común y coordinarlas para contribuir a la realización de los objetivos de la Comunidad. Así, cuando se compruebe que la política económica de un Estado miembro contradice las orientaciones generales, o supone un riesgo para el correcto funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria, el Consejo, por mayoría cualificada, y sobre la base de una recomendación de la Comisión, podrá formular al Estado miembro las recomendaciones necesarias para que modifique su actuación. A fin de promover un desarrollo armónico del conjunto de la Comunidad, ésta desarrollará y proseguirá una acción encaminada a reforzar su cohesión económica y social, proponiéndose en particular la reducción de las diferencias entre los niveles de desarrollo de las diversas regiones, y los Estados miembros dirigirán y coordinarán su política económica para alcanzar estos objetivos.

Los principios rectores de las actuaciones de los Estados miembros y de la Comunidad serán la estabilidad de precios, unas finanzas públicas y condiciones monetarias sólidas y el mantenimiento de una balanza de pagos estable.

La acción de la comunidad implicará, según se determina en el artículo 3 A, la fijación irrevocable de los tipos de cambio con vistas al establecimiento de una moneda única, el ECU, la definición y aplicación de una política monetaria y de tipos de cambio igualmente únicas, con el objetivo primordial de lograr la estabilidad de precios, y el apoyo a la política económica

general de la Comunidad.

Las medidas relativas a la libertad de movimientos de capitales ya habían sido objeto de una cierta modificación por el Acta Unica (concretamente el artículo 70), pero ahora se procedió a modificar, a partir del 1 de enero de 1.994, toda la normativa que regulaba este aspecto, estableciendo que, en los términos regulados en el propio tratado, quedaban prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capital y a los pagos, tanto entre los Estados miembros como entre éstos y terceros países, sin perjuicio de las disposiciones pertinentes en materia fiscal o inspectora de carácter nacional, manteniéndose hasta el 31 de diciembre de 1.995 las excepciones vigentes en la fecha anteriormente citada, así como contemplando la posibilidad de adoptar medidas de salvaguardia cuando se produzcan circunstancias excepcionales que den lugar a que los movimientos de capitales con destino, o procedentes, de terceros países, causen, o amenazen con causar, dificultades graves para el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria, debiendo ser el Consejo, por mayoría cualificada, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Banco Central Europeo, el que pueda adoptar su implantación por un periodo no superior a seis meses, debiendo ser adoptadas por unanimidad las medidas que representen una regresión respecto de la legislación comunitaria en la materia.

Para garantizar el desarrollo de la unión económica y monetaria, el Tratado recoge una serie de prohibiciones dirigidas a evitar desviaciones en el logro de los objetivos propuestos,

El artículo 104 determina la prohibición de autorizar descubiertos, o la concesión de cualquier otro tipo de créditos

por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, en favor de instituciones u organismos comunitarios, gobiernos centrales, autoridades regionales o locales, u otras autoridades públicas y otros organismos de Derecho público, o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo (o el Instituto Monetario Europeo, hasta la creación de aquel) o los bancos centrales nacionales, no afectando lo anterior a las entidades de crédito públicas que, en el marco de la provisión de reservas por los bancos centrales, deberán recibir por parte estos bancos centrales nacionales y el Banco Central Europeo el mismo trato que las entidades de crédito privadas.

Asimismo, en el artículo 104 A, se prohíbe cualquier medida que no se base en consideraciones prudenciales (cuya definición debería realizarse antes de comenzar el año 1.994), que establezca un acceso privilegiado a las entidades financieras de todas las instituciones mencionadas.

Junto a estas medidas en el campo financiero comunitario, se establecen criterios restrictivos sobre la actividad pública de los Estados miembros al determinar que la Comunidad no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, y el resto de instituciones relacionadas en el punto anterior, ni los Estados miembros lo harán respecto a dichos compromisos, cuando correspondan a instituciones de otro Estado miembro, todo ello sin perjuicio de las garantías financieras mutuas que puedan establecerse para la realización conjunta de proyectos específicos (artículo 104 B).

Junto lo anterior, se establece que los Estados miembros

evitarán déficits públicos excesivos, estableciéndose unos valores de referencia del 3 por 100 para la proporción entre el déficit público previsto, o real, y el producto nacional bruto, a precios de mercado, por un lado, y del 60 por 100 de la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto, a precios de mercado, por otro, a efectos de la estimación sobre la observancia de la disciplina presupuestaria por parte de los Estados miembros, pudiendo el Consejo, por mayoría cualificada, y sobre la base de una recomendación de la Comisión declarar la existencia de un déficit excesivo, una vez consideradas las observaciones que formule el Estado miembro de que se trate, y hacer las recomendaciones que sean oportunas para salvar la situación, pudiéndolas hacer públicas sólo en el caso de que el Estado miembro no las siga de forma efectiva, lo que pudiera llevar al Consejo a formular una advertencia para que adopte, en un plazo determinado, las medidas recomendadas. De persistir la situación de déficit excesivo, si el Estado afectado no cumple las recomendaciones del Consejo, éste podrá decidir, informándose de todo ello al Parlamento Europeo, la aplicación, o intensificación (en el caso de que ya se le estuviesen aplicando) de diferentes medidas:

- Exigencia a dicho Estado miembro de publicación de información adicional, previamente a la emisión de obligaciones y valores.

- Recomendación al Banco Europeo de Inversiones para que reconsidere su política de préstamos al mismo.

- Exigencia de un depósito, sin interés, por un im-

porte apropiado, hasta la corrección del déficit excesivo.

- Imposición de multas.

Vemos que todas estas medidas coactivas, que sólo serán plenamente aplicables en la tercera fase del proceso respecto a los países que participen en la misma (por no estar acogidos a una excepción, o tener esta consideración) van dirigidas a impedir que la actuación de cualquier Estado miembro, mediante políticas económicas, fiscal y presupuestaria principalmente, afecten a la política monetaria coordinada que, forzosamente, deberá llevarse a cabo, previendo así las dificultades que los países comunitarios van a tener para desarrollar sus políticas nacionales una vez que la libertad de movimientos de capitales sea una realidad y no puedan utilizar ni el tipo de cambio ni el tipo de interés como instrumentos endógenos de sus actuaciones.

Las Instituciones Financieras del Tratado de Unión Europea.

Durante el proceso de unificación económica y monetaria la Comunidad iba a asumir una serie de funciones que venían siendo realizados por las autoridades económicas de los Estados miembros, como la articulación de la política monetaria, si bien se coordinaba esta actuación dentro de la Comunidad mediante organismos específicos. Para poder desarrollar los cambios precisos podía haberse potenciado los organismos ya existentes, que asumirían nuevas funciones, o haber creado un organismo comunitario encargado de llevarlas a cabo. La primera opción suponía transformar unos organismos con base nacional para que desarrollase funciones de carácter supranacional, lo que siempre pre-

sentaría dificultades, y además daba una sensación de continuidad que iba en contra del principio de irreversibilidad que se deseaba tuviese el proceso, por lo que se consideró preferible que desde el principio de la segunda fase, en la que ya existirían importantes cambios en el marco económico que precisarían de un control supranacional, existiese un organismo comunitario que asumiese todas las funciones de carácter financiero y cambiario, es decir, un Banco Central Europeo. Sin embargo, esta posibilidad contaba con el rechazo explícito del Reino Unido, y el velado de otros países, lo que hacía difícil su implantación en la segunda fase.

Por ello, se crearon una serie de organismos de carácter financiero, para cada una de las dos últimas fases del proceso, los cuales comenzaban a operar al principio de las mismas, sustituyendo a los que habían estado operando en la fase anterior, y asumiendo sus funciones, junto a las nuevas de la fase correspondiente, desapareciendo aquéllos tras dicha asunción de funciones. Se lograba así establecer ese principio de irreversibilidad, ya que no era posible volver a una situación que ya no existía, y no comenzaba a operar desde el primer momento el Banco Central Europeo, si no que se introducía también en el campo institucional un avance progresivo.

Atendiendo a los criterios anteriores, por el Tratado de la Unión Europea se crea, en su artículo 4 A, un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y un Banco Central Europeo (BCE), que se constituirían una vez nombrado el Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, tras el comienzo de la tercera fase del proceso, en que iniciarán el pleno ejercicio de sus respectivas competencias. Asimismo, se crea un Banco Europeo de Inversio-

nes, y por el artículo 109 C, un Comité Monetario, de carácter consultivo, que se disolverá al iniciarse la tercera fase del proceso de unión económica y monetaria, al crearse el Comité Económico y Financiero. El artículo 109 F, instauro un Instituto Monetario Europeo (IME), que sustituirá al Comité de Gobernadores de Bancos Centrales al iniciarse la segunda fase.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

El Sistema Europeo de Bancos Centrales estará compuesto por el Banco Central Europeo y los bancos centrales de los Estados miembros, siendo su objetivo principal mantener la estabilidad de precios, apoyando, además, las políticas económicas generales de la Comunidad. Sus funciones básicas consistirán en:

- Definir y ejecutar la política monetaria de la Comunidad, que sustituirá a la política monetaria de los países miembros.
- Realizar operaciones de divisas, gestionando las reservas oficiales de las mismas de los Estados miembros, sin perjuicio de la posesión y gestión de fondos operativos en divisas por parte de los Estados miembros.
- Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

El artículo 108 determina que los Estados miembros deberán velar para que su legislación nacional, incluidos los estatutos de su banco central nacional, sea compatible con el Tratado y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales, en la

fecha de constitución de éste (es decir, al comienzo de la tercera fase). En el ejercicio de las facultades y en el desempeño de sus funciones y obligaciones, ni el Sistema Europeo de Bancos Centrales, ni el Banco Central Europeo, ni los bancos centrales nacionales, ni ninguno de los miembros de sus órganos rectores podrán solicitar o aceptar instrucciones de las instituciones u organismos comunitarios, ni de los gobiernos de los Estados miembros, ni de ningún otro órgano.

El Banco Central Europeo (BCE)

El Banco Central Europeo será una institución comunitaria con personalidad jurídica propia, que deberá ser consultado sobre cualquier propuesta de acto comunitario que entre dentro de su ámbito de actuación, así como sobre los proyectos nacionales de su competencia que se determinen, pudiendo presentar dictámenes acerca de estas materias. Asimismo, podrán serle encomendadas tareas específicas relacionadas con la supervisión de las entidades de crédito y financieras, con excepción de las empresas de seguros. Para ello, el Banco Central Europeo:

- * Elaborará reglamentos, que tendrán alcance general, y serán obligatorios en todos sus elementos y directamente aplicables a cada Estado miembro.
- * Tomará las decisiones necesarias para el ejercicio de las funciones encomendadas al Sistema Europeo de Bancos Centrales, siendo obligatorias en todos sus elementos para sus destinatarios.

* Formulará recomendaciones y emitirá dictámenes, no vinculantes.

* Podrá imponer multas y pagos periódicos de penalización a las empresas que no cumplan con sus obligaciones respecto de sus reglamentos y decisiones.

El Banco Central Europeo, como determina el artículo 105 A del Tratado, tendrá el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de banco en la Comunidad, los cuales podrán ser emitidos por él mismo o por los bancos centrales nacionales, pudiendo los Estados miembros realizar emisiones en moneda metálica con la aprobación del Banco Central Europeo respecto a su volumen (quedando al margen de esta regulación los "Estados sometidos a excepción).

El Banco Central Europeo, al igual que los bancos centrales nacionales podrán, para alcanzar los objetivos del Sistema Europeo de Bancos Centrales, operar en los mercados financieros, comprando y vendiendo directamente (al contado y a plazo), o con arreglo a pactos de recompra, prestando o tomando prestados valores y otros instrumentos negociables, ya sea en moneda comunitaria o en divisa extracomunitaria, así como en metales preciosos, y realizar operaciones de crédito con entidades financieras participantes en el mercado, con préstamos basados en una garantía adecuada.

El Banco Central Europeo podrá exigir que las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros mantengan unas reservas mínimas en las cuentas con los bancos centrales nacionales y con él mismo, así como establecer reglamentos destinados

a garantizar unos sistemas de compensación y liquidación eficientes y solventes dentro de la Comunidad.

El capital del Banco Central Europeo, desde su creación, será de 5.000 millones de ECUs, pudiendo aumentarse en las cantidades que decida su Consejo de Gobierno, por mayoría cualificada de dos tercios del capital suscrito, siendo los bancos centrales nacionales los únicos suscriptores y accionistas de dicho capital, no pudiendo transferir, pignorar o embargarse las acciones correspondientes. Para la suscripción de las acciones se asignará una clave ajustada a cada banco central nacional, sobre la que se realizará una ponderación que será igual a la suma del 50 por 100 de la participación del Estado miembro en la población de la Comunidad durante el penúltimo año anterior a la constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales, más el 50 por 100 de la participación de dicho Estado en el producto interior bruto, a precio de mercado, de la Comunidad, según se registre en los cinco años que preceden al penúltimo año anterior a la constitución del organismo citado, ajustándose cada cinco años dicha clave.

Además, los bancos centrales nacionales proporcionarán al Banco Central Europeo activos exteriores de reserva distintos de las monedas de los Estados miembros, de los ECUs, de las posiciones de reserva y de los Derechos Especiales de Giro del Fondo Monetario Internacional, hasta un importe equivalente a 50.000 millones de ECUs, siendo las contribuciones de cada banco central nacional proporcionales a su participación en el capital suscrito del Banco Central Europeo, teniendo el mismo pleno derecho a poseer y gestionar las reservas exteriores que le sean transferidas, y a utilizarlas para los fines que tiene

establecidos.

El Instituto Monetario Europeo (IME)

Pero, hasta que se establezca el paso a la tercera fase no comenzarán a operar los dos organismos financieros anteriores, por lo que al inicio de la segunda fase se creará un Instituto Monetario Europeo (IME), que sustituirá en sus funciones al Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales y al Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), que se disolverán. Este Instituto será el precursor del Banco Central Europeo (debiendo, ser entendidas como referidas al mismo todas las alusiones al Banco Central Europeo que figuren en el tratado, mientras dure la segunda fase del proceso, al no haberse constituido todavía, éste último).

Las funciones de este Instituto irán dirigidas a reforzar la cooperación entre los bancos centrales nacionales y la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros, con el fin de garantizar la estabilidad de precios, supervisando el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo y el desarrollo del ECU, facilitando su utilización, incluido el buen funcionamiento del sistema de compensación en ECUs. Además, supervisará la preparación técnica de los billetes en ECUs y promoverá la eficacia de los pagos transfronterizos y la armonización de las normas y prácticas de carácter estadístico, todo ello dirigido a preparar la tercera fase del proceso, elaborando los instrumentos y procedimientos necesarios para ejecutar en la misma una política monetaria única, formulando los dictámenes y recomendaciones en materia de políticas monetaria y de cambio necesarios.

El Instituto Monetario Europeo establecerá la multilateralización de las posiciones resultantes de las intervenciones de los bancos centrales nacionales en monedas comunitarias y de las liquidaciones intracomunitarias. Además gestionará los mecanismos de financiación a muy corto plazo y de apoyo monetario a corto plazo, llevando a cabo las funciones de intermediación necesarias en el instrumento único de ayuda financiera a medio plazo para las balanzas de pago de los Estados miembros.

Asimismo, el Instituto Monetario Europeo podrá recibir reservas monetarias de los bancos centrales nacionales y emitir ECUs con dichos activos, que podrán ser utilizados como medio de liquidación intracomunitaria, pudiendo poseer y gestionar reservas de divisas en calidad de agente de dichos bancos centrales nacionales y a petición de los mismos, siendo los beneficios o pérdidas relacionados con estas reservas consignados con cargo al banco central nacional que las haya depositado, todo ello en un régimen de contratos bilaterales y sin que estas transacciones puedan afectar a las políticas monetaria y de tipos de cambio de los Estados miembros y de la Comunidad.

El Comité Monetario y el Comité Económico y Financiero

El Comité Monetario es un órgano de carácter consultivo cuya función es promover la coordinación de las políticas de los Estados miembros en todo lo necesario para el funcionamiento del mercado interior, informando a la Comisión y el Consejo de las actuaciones derivadas del seguimiento de la situación monetaria y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad, así como del régimen de pagos y del examen de la situación relativa a los movimientos de capitales y a la libertad de pagos

(que debe llevar a cabo, al menos una vez al año).

A partir del inicio de la tercera fase, el Comité Económico se disolverá, siendo sustituido por el Comité Económico y Financiero, que asumirá sus funciones.

Los Estados miembros y la Comisión designarán, cada uno, dos miembros del Comité Monetario, y un máximo de dos del Comité Económico y Financiero, a los que se unirán los nombrados, en igual número, por el Banco Central Europeo.

El Banco Europeo de Inversiones

El Banco Europeo de Inversiones, que goza de personalidad jurídica propia, tendrá por misión contribuir al desarrollo equilibrado y estable del mercado común en interés de la Comunidad, recurriendo a los mercados de capitales y a sus propios recursos, facilitando la financiación de proyectos de desarrollo de las regiones mas atrasadas, de modernización o reconversión de empresas, o de creación de nuevas actividades, así como otros proyectos de interés común. Para ello concederá préstamos y garantías, para los programas de inversión, en colaboración con las acciones de los fondos estructurales y otros instrumentos financieros de la Comunidad.

La primera fase del proceso de unión económica y monetaria

No hay que olvidar que el proceso de unión económica y monetaria ya se había iniciado el primero de julio de 1.990, con la puesta en marcha de la primera fase establecida en el Informe Delors, ya que los aspectos que debían afrontarse durante la misma no exigían la modificación de la normativa vigente. Así, el Tratado de la Unión Europea regula dicho proceso a partir de

la segunda fase del mismo, si bien determina cual debería ser la situación cuando aquélla comience, estableciendo en su artículo 109 E que antes de iniciarse la segunda fase los Estados miembros habrán adoptado las medidas necesarias para garantizar la libertad de movimientos de capitales y el estricto cumplimiento de lo establecido respecto a la prohibición de conceder facilidades para descubiertos, o cualquier otro tipo de facilidades de crédito a instituciones públicas nacionales o comunitarias, por los bancos centrales nacionales, y de la adquisición directa de instrumentos de deuda a dichos bancos, o de medidas que establezcan un acceso privilegiado a las entidades financieras por parte de las instituciones públicas, tanto comunitarias como nacionales (que se especifican en el apartado siguiente).

Asimismo, cada Estado miembro habrá aprobado, si es necesario, programas plurianuales destinados a garantizar la convergencia duradera necesaria para la realización de la unión económica y monetaria, en particular en lo que se refiere a la estabilidad de precios y la solvencia de las finanzas públicas, permitiendo así al Consejo la evaluación de los progresos realizados en materia de convergencia.

La segunda fase del proceso de unión económica y monetaria

La segunda fase de realización de la Unión Económica y Monetaria se iniciará el 1 de enero de 1994, siendo efectivas desde esta misma fecha las prohibiciones indicadas anteriormente, así como las normas referidas a la responsabilidad de los compromisos de las administraciones públicas, de todo tipo, de los Estados miembros, que deberán evitar los déficits públicos

excesivos (pero sin ser de aplicación las actuaciones coactivas previstas, que se indican en el siguiente punto).

Al inicio de esta segunda fase, como ya se ha indicado, se creará el Instituto Monetario Europeo, disolviéndose el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales y el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) y el Comité Monetario, de carácter consultivo.

La composición por monedas de la "cesta" del ECU no se modificará.

Con todos estos cambios que se inician en esta fase, se comienza un período de transición en la que los países comunitarios van a tener que ir adaptando sus economías para lograr la máxima convergencia económica, a efectos de estar al final de la misma en condiciones de adoptar una moneda única. Se contará asimismo con instituciones comunitarias, diferentes de las que hasta entonces existían, encargadas de velar por el proceso de acercamiento y facilitar esta transformación, mediante medidas de apoyo e información.

Hasta el inicio de la tercera fase (y durante la misma para los países acogidos a una excepción, mientras dure ésta) cada Estado miembro considerará su política de cambio como una cuestión de interés común, teniendo en cuenta las experiencias adquiridas mediante la cooperación en el marco del Sistema Monetario Europeo y gracias al desarrollo del ECU, respetando las competencias existentes.

La tercera fase del proceso de unión económica y monetaria

Basándose en los informes presentados por la Comisión y el Instituto Monetario Europeo acerca de los progresos realizados

por los Estados miembros en el cumplimiento de sus respectivas obligaciones en relación con la realización de la unión económica y monetaria (compatibilidad de la legislación nacional con las exigencias del Tratado, y el grado de convergencia sostenible), el Consejo por mayoría cualificada, y sobre la base de una recomendación de la Comisión, evaluará que Estados cumplen las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única, y si los países que las reúnen constituyen una mayoría, y previa consulta al Parlamento Europeo decidirá, por mayoría cualificada, tanto si se cumplen las condiciones necesarias para adoptar una moneda única por la mayoría de los países, como si resulta apropiado iniciar la tercera fase del proceso, y antes del 31 de diciembre de 1.996 decidirá la fecha en que debe llevarse a cabo su inicio. Si al finalizar 1.997 no se hubiese establecido una fecha para el comienzo de la tercera fase, ésta comenzará el 1 de enero de 1.999, debiendo repetirse el proceso para determinar si la mayoría de miembros reúnen las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única a más tardar el 1 de julio de 1.998.

La tercera fase del proceso de unión económica y monetaria, tendrá el carácter de irreversible, por lo que todos los Estados miembros, independientemente de que cumplan o no las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única, deberán acatar la voluntad de que la Comunidad pase a esta fase con celeridad, no impidiendo ninguno de los mismos el paso a la misma.

Comenzarán a actuar las instituciones financieras creadas, es decir, el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), el Banco Central Europeo (BCE), y el Comité Económico y Financie-

ro.

Una vez iniciada la tercera fase del proceso, ya resultarán aplicables (excepto para los países acogidos a una excepción) las medidas coercitivas de la Comunidad ante la falta de actuaciones de un Estado miembro que presenta déficits públicos excesivos, ya que los mismos ponen en peligro la culminación del proceso de unificación económica y monetaria.

Los países acogidos a una excepción, mientras dure ésta, considerarán su política de cambio como una cuestión de interés común.

Desde el inicio de la tercera fase, el valor del ECU quedará irrevocablemente fijado, debiendo adoptar el Consejo, por unanimidad de los miembros no acogidos a una excepción, a propuesta de la Comisión y previa consulta al Banco Central Europeo, los tipos de conversión al que quedarán irrevocablemente fijadas las monedas respectivas de los Estados miembros y el tipo irrevocablemente fijo al cual el ECU sustituirá a dichas monedas. En este momento el ECU se convertirá en una moneda en sentido propio, no modificando esta medida, por sí misma, su valor externo.

Tras la fijación irrevocable de los tipos de cambio, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo adoptará las medidas necesarias para garantizar que los billetes de banco denominados en monedas con tipo de cambio irrevocable sean cambiados por los bancos centrales nacionales a sus respectivos valores de paridad.

Cuando se decida suprimir alguna excepción deberá adoptarse el tipo al que el ECU sustituirá a la moneda del Estado miembro de que se trate, así como las restantes medidas necesarias para

la introducción del ECU como moneda única en el mismo.

El Consejo Europeo, por unanimidad, y sobre la base de una recomendación bien del Banco Central Europeo (o del Instituto Monetario Europeo, de no haber comenzado aquél sus funciones), o bien de la Comisión, previa consulta al primero, podrá celebrar acuerdos formales relativos a un sistema de tipos de cambio para el ECU frente a monedas no comunitarias, y por mayoría cualificada, con el mismo trámite, adoptar ajustar o abandonar los tipos centrales del ECU en el sistema de tipos de cambio, informando en todo caso al Parlamento de las decisiones adoptadas.

Los criterios de convergencia.

La Comisión y el Instituto Monetario Europeo deberán elaborar los informes relativos a los progresos realizados por los Estados miembros en el cumplimiento de sus respectivas obligaciones en relación con la realización de la unión económica y monetaria (compatibilidad de la legislación nacional con las exigencias del Tratado, y el grado de convergencia sostenible). Para poder determinar dicho grado de convergencia de un modo objetivo se adoptaron como referencia los criterios siguientes:

- * El logro de un alto grado de **estabilidad de precios.**

Esta condición debería quedar de manifiesto a través de un comportamiento de precios sostenible y una tasa promedio de inflación, observada durante un periodo de un año antes del examen, que no exceda en más de un 1,5 por 100 la de,

como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios, utilizándose el índice de precios al consumo (IPC) sobre una base comparable, para la medición de dicha inflación, debiendo tener en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales.

*** Una situación sostenible de las finanzas públicas.**

Quedando justificada mediante un presupuesto sin un déficit público excesivo. Dicho déficit se definirá atendiendo a dos ratios:

- La proporción entre el déficit público previsto, o real, y el producto nacional bruto, a precios de mercado, que no podrá superar el 3 por 100.
- La relación entre la deuda pública y el producto interior bruto, a precios de mercado, que deberá ser inferior al 60 por 100.

*** La estabilidad cambiaria.**

Manifestada por el hecho de haber observado, sin tensiones graves, y durante por lo menos los dos años anteriores al examen, los márgenes normales de fluctuación dispuestos por el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Y, en particular, no habrán devaluado,

durante el mismo periodo, por iniciativa propia, el tipo central bilateral de su moneda respecto de la de ningún otro Estado miembro.

- * El reflejo en los **tipos de interés** del carácter duradero de la convergencia.

Que se entenderá en el sentido de que habiendo participado en el mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, una observación de los tipos de interés a largo plazo durante un periodo de un año antes del examen, se haya tenido un tipo promedio de interés nominal a largo plazo que no exceda en más de un 2 por 100 el de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios, siendo medidos dichos tipos de interés con referencia a los bonos del Estado a largo plazo u otros valores comparables, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones nacionales.

Desarrollo de los planes de convergencia

Una vez que se hayan realizado todos los cambios indicados en los puntos anteriores, la Comunidad Europea y la propia Europa, tal como la veníamos conociendo, ya no será la misma. Habrá nacido una nueva realidad política y económica, diferente, y la implantación de una moneda única será uno de los aspectos más evidentes de este cambio. La dificultad de alcanzar simultáneamente todos los requisitos necesarios para llegar a la úl-

tima fase del proceso es muy grande, como se pone de manifiesto en el hecho de que, en el momento de la firma de los Acuerdos de Maastricht, únicamente Francia y Luxemburgo cumplían los cinco, mientras que Alemania, Dinamarca y el Reino Unido sólo cumplían tres de ellos, Bélgica, Holanda e Irlanda únicamente dos, y España uno (el relativo a la deuda pública, si bien con valores cercanos a los exigidos, en aquel momento, respecto al relativo a la inflación y a los tipos de interés, aunque con tendencias contrarias en lo referente a la posibilidad de actuación sobre ambos, y con la posibilidad de incorporarse a la "banda estrecha" del Sistema Monetario Europeo sin excesivos costes para la economía española). Grecia, Portugal y la propia Italia, no cumplían ni uno sólo de los requisitos exigidos. Por todo ello, los planes nacionales de convergencia que debían ser adoptados por los países comunitarios para poder llegar a reunir los requisitos necesarios para acceder a la segunda fase de la unión tendrían una gran importancia, y las reformas estructurales y los costes socio-económicos a corto plazo que se derivaban de estos planes de convergencia iban a determinar, por la dificultad de su implantación, tanto el ritmo como el coste real de todo el proceso, a lo que se sumaría las dificultades que surgieron para la ratificación del Tratado por las modificaciones que debieron introducirse en algunas Constituciones, y la necesidad que hubo de someter a referendum el acuerdo en alguno de los países miembros, cuyos importantes efectos, pusieron en peligro la continuidad del Sistema Monetario Europeo, e incluso la del propio proceso de integración europea.

De la implantación de la moneda única europea, como culminación del proceso de integración económica, tratará el último

capítulo de este trabajo doctoral, pero en este momento resulta necesario un breve análisis de la estimación del cumplimiento de los indicadores objetivos de convergencia. Al haberse ya manifestado en los capítulos anteriores la importancia que las tensiones inflacionistas tienen sobre la economía, así como la imposibilidad de mantener una política monetaria autónoma una vez que la libertad de movimientos de capitales sea una total realidad, si se desea alcanzar simultáneamente una estabilidad cambiaria, no resulta necesario destacar las razones que llevaron a las autoridades económicas a establecer como indicadores del proceso de convergencia los criterios relativos a los tipos de interés, las tasas de inflación y la pertenencia al Sistema Monetario Europeo, sin generar modificaciones en las paridades. Los criterios relativos a los niveles de déficit público, y su consecuencia financiera, la deuda pública, resultan igualmente explicables si se tiene en cuenta su efecto tanto en las tasas de interés como en las tensiones inflacionistas que generan en la economía, así como la necesidad de que las políticas desarrolladas, diferentes a la política monetaria, sean coherentes con los objetivos de estabilidad cambiaria del sistema, no debiendo presentarse situaciones en los países que les obliguen a desarrollar políticas fiscales, y en particular presupuestarias, que le impidan, o dificulten de forma importante, el cumplimiento de sus compromisos cambiarios. Sin embargo, no hay que olvidar que todos los aspectos recogidos en los criterios de convergencia, aunque con un importante sesgo monetarista, son el reflejo del funcionamiento de las diferentes economías, y tras su logro lo que se persigue es que desaparezcan las diferencias estructurales que existen en los mercados de los dis-

tintos países, lo que resulta necesario no sólo para afrontar la unión monetaria si no, también, para poder llevar a cabo el objetivo del mercado único, y en última instancia, la unión económica.

Teniendo en cuenta lo anterior, el problema con el que nos enfrentamos es cómo medir el grado de cumplimiento de los diferentes criterios, que no son homogéneos. Si bien la pertenencia al Sistema Monetario Europeo, y la participación en la banda de fluctuación del $\pm 2,25\%$, sin haber generado alteraciones en las paridades de la moneda respectiva en los dos últimos años puede ser fácilmente comprobada, no es posible ponderarla, sólo pudiendo entonces aseverar si ha sido, o no, cumplida, y valorar su incumplimiento desde un punto de vista político, atendiendo tan sólo en algún aspecto a las razones económicas que han impedido la implantación de una menor libertad en la fluctuación de la moneda. Sin embargo, los restantes criterios de convergencia si pueden ser objeto de medida y, en función de cual sea su valor, es posible no sólo determinar si los mismos se cumplen si no, también, si un país se encuentra más o menor cercano a su cumplimiento. No obstante, el problema no acaba en esta determinación del valor, ya que los cuatro criterios de convergencia no hacen referencia a variables homogéneas, ni en cuanto a su naturaleza ni tampoco en cuanto a su medida y cumplimiento. Así resulta necesario que respecto a estos cuatro criterios de convergencia se pueda tener conocimiento en cada momento de tres aspectos:

- * Su cumplimiento o no.

- * La divergencia entre el valor de referencia

y su valor real.

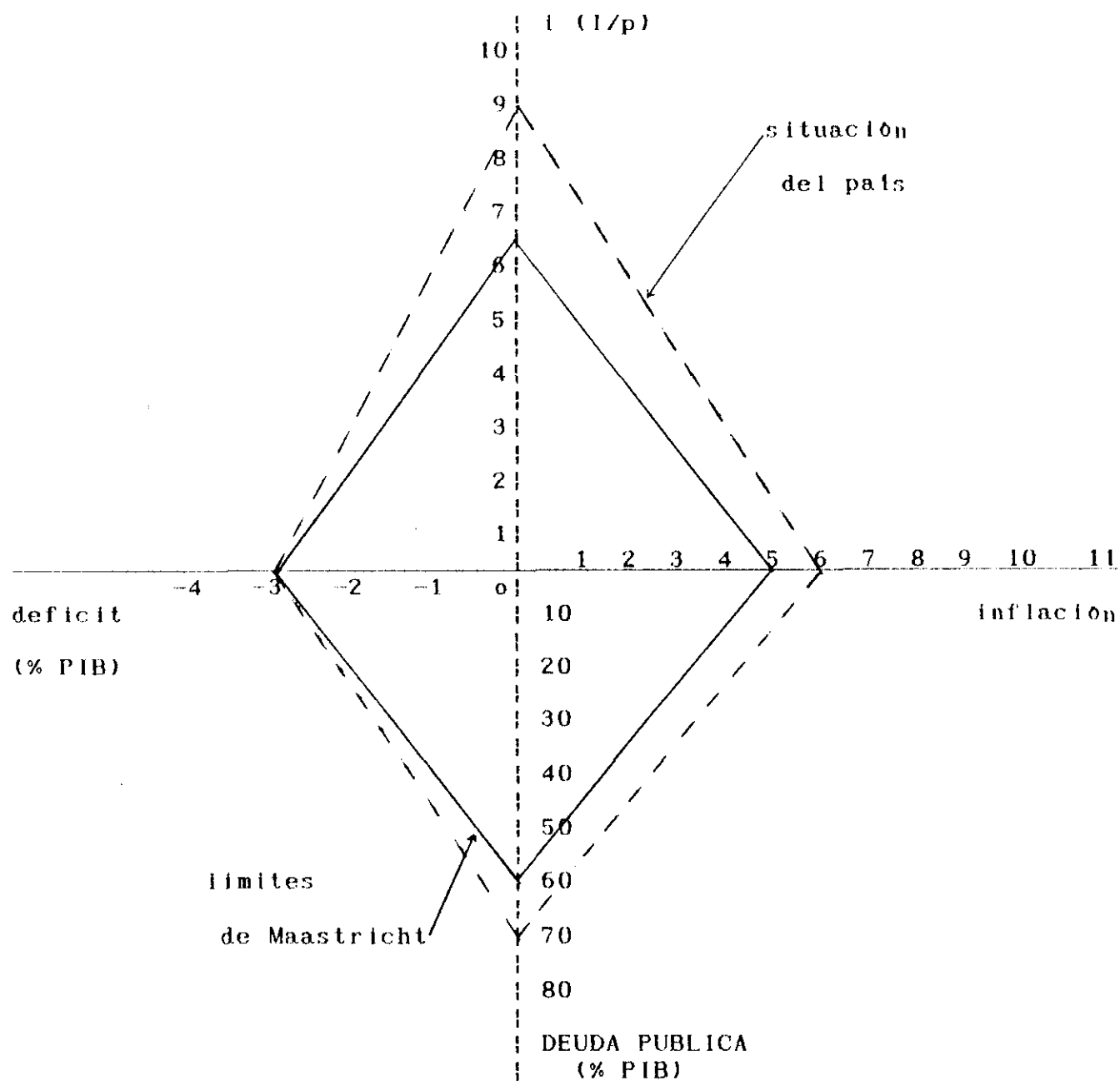
*** El grado global de convergencia.**

El primer aspecto resulta fácilmente determinable, ya que no requiere más que la simple comparación entre el valor de la variable y el que debía tener para cumplirlo (que, no obstante, exige un cálculo, ya que ninguno de ellos es constante). El segundo es tan sólo la consecuencia de la comparación realizada, y su concreción (casi de forma inmediata al establecimiento de los criterios de convergencia) se ha popularizado en un diagrama de ejes cartesianos, en el que en cada cuadrante se refleja uno de los criterios dando lugar al **"diamante de convergencia"** el cual se compara con el **"diamante de cumplimiento"**, lo que permite una rápida visión del cumplimiento, o no, de los criterios, y del alejamiento respecto a los mismos, pero no de su valor (ver gráfico 24).

Por último, y mucho más relevante y complejo, es preciso establecer algún criterio que permita determinar si de forma conjunta el país tiende hacia la convergencia deseada, o si por lograr la convergencia respecto a un criterio se está alejando de la misma, ante el incumplimiento de los demás. Ya en marzo de 1.992, la revista "Análisis Financiero Internacional" recogía un indicador, el **"indicador de convergencia AFI"** (93), que permite apreciar conjuntamente el grado de cumplimiento de los diferentes criterios de convergencia, intentando dar un tratamiento similar a todos los países del sistema, estableciendo un **"índice de convergencia"** para cada uno de los cuatro criterios ponderables, estableciendo el ratio entre la diferencia existente entre el valor real de cada una de las variables observa-

GRAFICO 24

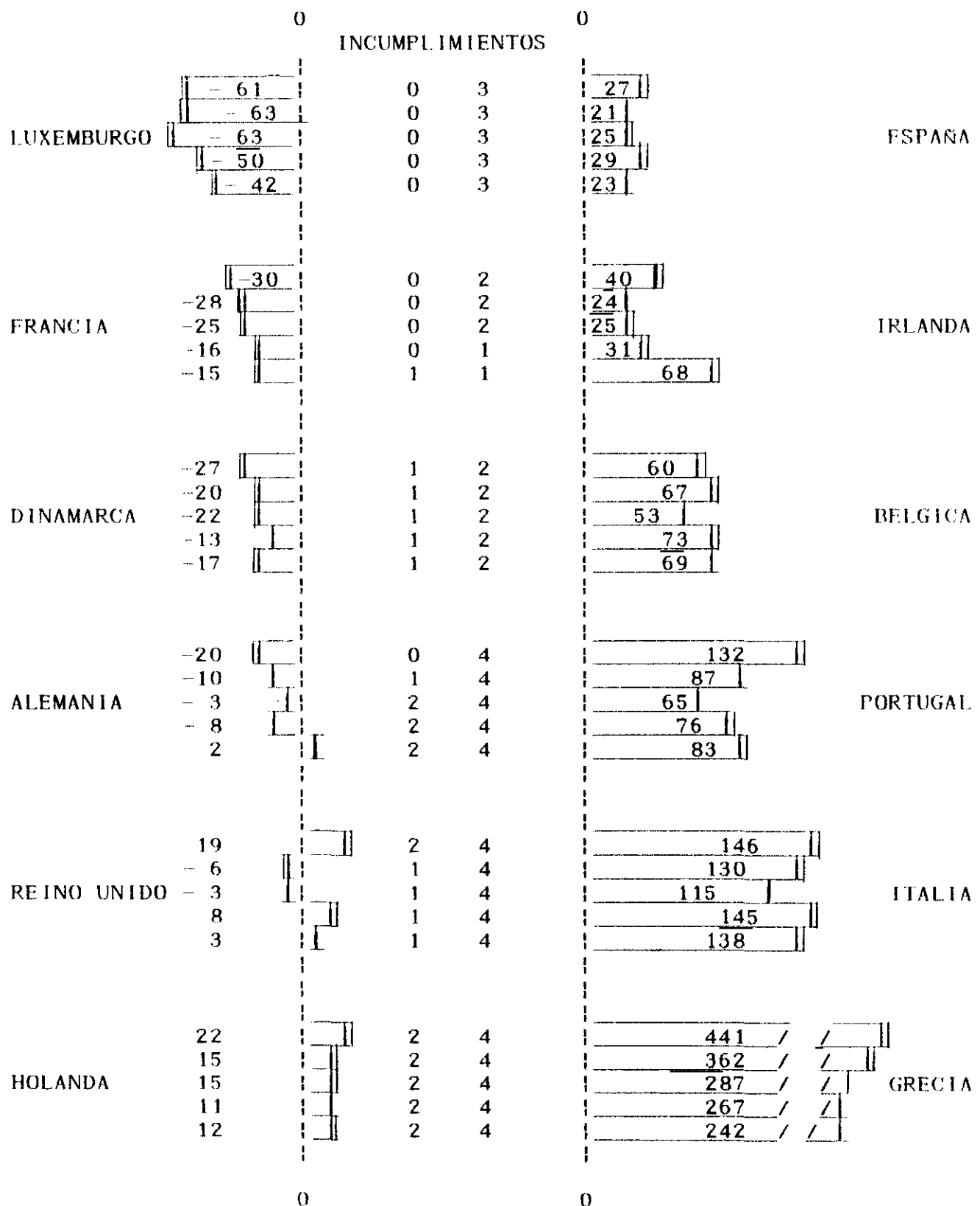
EL "DIAMANTE DE CONVERGENCIA"



	PAISES DE REFERENCIA	DIVERGENCIA PERMITIDA	OBJETIVOS
INFLACION	3,5 %	1,5 %	5 %
TIPOS DE INTERES L/P	4,5 %	2 %	6,5 %
DEFICIT PUBLICO	—	3 % PIB	3 %
DEUDA PUBLICA	—	60 % PIB	60 %

GRAFICO 25

EL "INDICADOR DE CONVERGENCIA AFI"



1º 1990
 2º 1991
 3º JULIO 1992
 4º DIC. 1992
 5º ENERO 1993

das (tasa de inflación, tipo de interés, déficit público y deuda pública) en comparación con el correspondiente valor teórico que, en cada momento del tiempo, deberían adoptar dichas variables para que se considerase cumplido el requisito de convergencia (y que en el modelo se denominaron **"umbrales de convergencia"**). El "indicador de convergencia AFI" se forma obteniendo el logaritmo neperiano de la media aritmética de la función exponencial simple de cada uno de los cuatro "índices de convergencia", tomada en porcentaje. De esta forma, todos los requisitos de convergencia adquieren la misma importancia (razón por la que se utiliza una media simple), y se establece una diferencia entre los incumplimientos por exceso (sobrecumplimientos) frente a los incumplimientos por defecto (incumplimientos puros), ponderándose más estos últimos, pero sin dejar de penalizar la existencia de los primeros, razón por la que se recurre a la función exponencial, al mismo tiempo que se evita que un sobrecumplimiento enmascare totalmente un incumplimiento puro de igual magnitud (en términos de sus correspondientes índices). (ver gráfico 25)

El mencionado "indicador de divergencia AFI" se obtendría, por tanto, de la siguiente forma:

UMBRALES DE CONVERGENCIA

- Precios:
$$U_p = \dot{p} + 1,5$$
- Tipos de interés:
$$U_i = \dot{i} + 2,0$$
- Deficit público:
$$U_{def} = 3$$
- Deuda pública:
$$U_{dp} = 60$$

INDICES DE CONVERGENCIA

$$I_p = \frac{\frac{\dot{p} - U}{p}}{\left| \frac{U}{p} \right|} \times 100$$

$$I_i = \frac{\frac{i - U}{i}}{\left| \frac{U}{i} \right|} \times 100$$

$$I_{def} = \frac{\frac{Def - U}{def}}{\left| \frac{U}{def} \right|} \times 100$$

$$I_{dp} = \frac{\frac{dp - U}{dp}}{\left| \frac{U}{dp} \right|} \times 100$$

INDICADOR DE CONVERGENCIA AFI

$$IC_{AFI} = \left[\ln \frac{\frac{\frac{1}{J}}{\exp \frac{1}{100}}}{4} \right] \times 100$$

Este indicador permite valorar fácilmente si un país incumple alguno de los requisitos necesarios para lograr la convergencia económica determinada en el Tratado de Maastricht, y establece un valor que determina el grado de incumplimiento. Sin embargo, a partir de ciertos valores cercanos a la convergencia total, ese valor podría obtenerse tanto si el país analizado no cumple ninguno de los criterios de convergencia como si tan sólo no alcanza la suficiente afinidad en uno de ellos. Por ello, tal vez sería conveniente establecer una ponderación, no ya de cada uno de los requisitos de convergencia, si no referida al número de incumplimientos, de forma que el valor que adoptase el indicador fuese menor cuanto más criterios se cumpliesen, si bien el "premio" derivado del cumplimiento de varios criterios no pudiese nunca resultar superior al valor que se obtiene como consecuencia de incumplir alguno de ellos. Este factor de corrección serviría de aliciente para acelerar los esfuerzos para lograr la convergencia deseada, ya que presentaría más cercano el fin perseguido a medida que los diferentes criterios se iban cumpliendo. Este factor de corrección podría ser igualmente aplicado en caso de "sobrecumplimientos", si bien dada su función estimuladora sólo debería funcionar en una dirección, no siendo conveniente su utilización en aquellos casos en que un objetivo ha sido cumplido en demasía. No obstante, dada la estrecha relación entre todos los objetivos marcados, resulta lógico pensar que el avance, de llegar a producirse, tendría lugar en todos ellos de forma simultánea (aunque con intensidades diferentes), por lo que la función del factor de corrección indicado perdería en este caso relevancia.

que se traducían en tensiones cambiarias que ponían en peligro el proceso tal y como estaba inicialmente pensado. Tal vez, en estas condiciones sí resultaría aconsejable ponderar el número de criterios de convergencia cumplidos, como un parámetro más que refleje el éxito de los planes de convergencia, no sólo en términos cualitativos si no también cuantitativos.

Estados miembros acogidos a una excepción

De tomarse la decisión de comenzar la tercera fase con anterioridad a la fecha límite de 1.999, podrán establecerse cuáles son los "Estados miembros acogidos a una excepción", por no reunir las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única, no siéndoles de aplicación los apartados relativos a las medidas que el Consejo puede adoptar en la tercera fase respecto a los países que mantengan un "déficit público excesivo", en el caso de que dicho país no siga sus recomendaciones, ni los relativos a las actuaciones del Banco Central Europeo, en particular en lo que se refiere a la emisión exclusiva de billetes por parte del mismo, no participando en sus órganos de gobierno, y quedando a su vez excluidos de los derechos y obligaciones que se derivan de su funcionamiento.

Cada dos años, como mínimo, o en el momento en que se produzca la petición de cualquier Estado miembro acogido a una excepción, podrán suprimirse las excepciones.

La excepción británica

Junto a estos "Estados miembros acogidos a una excepción", aunque por causas bien distintas, el Reino Unido podrá no participar en la tercera fase del proceso, al no estar obligado a

Hemos de tener en cuenta que los cinco criterios de convergencia están dirigidos al lograr un acercamiento en el plano monetario, tipos de cambio y de interés, y a evitar que existan importantes diferencias en los precios, que alteren de forma significativa la competitividad de los diferentes países, confiando que se produzca un acercamiento de las economías reales de los diferentes países, entre otras razones por la entrada en vigor del mercado único europeo, si se logra que no se generen tensiones por la existencia de déficits públicos excesivos, o por la manifestación de su perpetuación en el tiempo, la deuda pública, cuyo crecimiento condiciona cualquier actuación futura de las autoridades económicas, todo ello con el fin de implantar una moneda única europea. Dado que era en el campo monetario en el único en el que se había alcanzado una cierta coordinación, y que ante las diferencias reales entre los países, resultaba necesario utilizar los mecanismos sobre los que las autoridades económicas podían, o creían poder, actuar más directamente, y en lo único que tenían monopolio generalizado era en la emisión de moneda. Por todo ello, resulta impensable que un país pudiese mantener indefinidamente un desequilibrio importante en una de las variables y lograr la convergencia en todas las demás, por lo que la convergencia sería conjunta. En estas condiciones, no resultaría necesario recurrir a la ponderación del cumplimiento del número de objetivos, quedando restringida el análisis al grado de cumplimiento de los mismos. Sin embargo, como ya se ha indicado, la propia decisión de adoptar un período transitorio para el proceso de unión monetaria iba a generar tensiones que llevarían a los países a, cuando podían, cumplir estos requisitos de forma muy sesgada e irregular, lo

ello, debiendo existir una decisión por separado a este respecto, tomada por el Gobierno y el Parlamento británicos, para que se produzca su participación.

De no pasar a esta tercera fase, el Reino Unido conservará sus competencias en el ámbito de la política monetaria con base en su legislación nacional, no afectándole las disposiciones relativas al Banco Central Europeo, ni las medidas dirigidas a evitar "déficits públicos excesivos", recibiendo a estos efectos el mismo tratamiento de los "Estados miembros acogidos a una excepción".

El Reino Unido tendrá derecho a pasar a la tercera fase sólo si cumple las condiciones necesarias para ello.

Una vez realizado este breve análisis del Tratado de Maastricht, y de alguno de sus contenidos, en particular desde el punto de vista de sus aspectos monetarios, los siguientes pasos deberán dirigirse a concretar la idea de la necesidad de la implantación de una moneda única europea, y para la cual se han realizado todas las reflexiones anteriores.

B. 39342.

T 9412 (LL)

PARTE SEGUNDA

CAPITULO SEPTIMO

EVOLUCION HISTORICA DE LA UNION MONETARIA EN EUROPA:

EL PAPEL DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO Y EL ECU

La armonizacion monetaria en el Tratado de Roma

La evolución de los hechos en estos últimos años, en especial desde la cumbre de Hannover celebrada entre los días 27 y 28 del mes de Junio de 1.988, y tras la firma del Tratado de la Unión Europea (pendiente de ratificación), parece querer demostrar que Europa camina firmemente, aunque no sin importantes resistencias, hacia una unión económica, pasando previamente por una unión monetaria que se traduciría en la creación de un Banco Central Europeo que asumiese las funciones reservadas hasta el momento a los bancos centrales de los países de la Comunidad Económica Europea, y en la adopción de una moneda única para todos ellos.

Sin embargo, el camino que queda por recorrer es aún largo y los resultados inciertos, no pudiéndose asegurar cual va a ser el resultado final y, sobretodo, no pudiendo adivinar el ritmo al que se pueden producir los mismos, ya que una visión de la evolución que ha seguido la idea de la unión monetaria europea, como veremos más adelante, muestra las distintas velocidades a las que se ha producido la creación de los mecanismos monetarios que hoy en día pueden hacer posible pensar, si no realizar, la idea de la unión económica y que, en muchos casos, por no decir en la mayoría de ellos, ha estado sometida a los propios intereses nacionales, siendo la manifestación, a veces inesperada, de una voluntad política por parte de algún grupo de países (entre los que España ocuparía un puesto destacado desde su incorporación a la Comunidad) la que ha permitido que se saliese de situaciones de espera, o de un retroceso cierto, que parecían no tener fin.

Por todo ello, y para comprender mejor las razones por las que se ha llegado a la situación actual, en la que el intento de avanzar hacia la unión económica y monetaria se ha traducido paradójicamente en una "parálisis" del proceso de integración y una crisis europea, cuyo aspecto institucional queda "enmascarado" por la "inercia administrativa" que permite algún avance, es conveniente hacer un análisis de la creación de los instrumentos monetarios comunitarios que ya hemos visto, Sistema Monetario Europeo y Unidad de Cuenta Europea, de las causas de su nacimiento y de la evolución experimentada por los mismos.

La idea del camino hacia la unión europea

Para comenzar a explicar las causas de la creación del Sis-

tema monetario Europeo vamos a remontarnos previamente a considerar la génesis de la propia Comunidad Económica Europea, y al mismo tiempo nos veremos obligados a realizar, aunque sólo sea de una forma superficial, un análisis de la evolución que sufrió el orden económico internacional a lo largo de su existencia.

Fue Winston Churchill quien, en 1.946, en un discurso pronunciado en la Universidad de Zurich, adelantó la idea de la creación de los "Estados Unidos de Europa", sin duda pensando en el Reino Unido como capital o centro de esa "nueva nación", pero no fue hasta 1.949, cuando se produjo el primer hecho que podríamos interpretar como el principio del largo camino hacia la unión europea: la creación del Consejo de Europa, con sede en la ciudad francesa de Estrasburgo. Sin embargo, la falta de competencias de esta institución en estos primeros años, parecían sugerir que su futuro no iba a ser demasiado prospero ya que ninguno de los países cedió en realidad ninguna parcela de su soberanía en beneficio de la institución recién creada, condición sin la que no es posible avanzar hacia una integración supranacional por limitada que esta sea.

En estas mismas fechas, finales de los años cuarenta, se iba desarrollando el nuevo sistema monetario internacional configurado en la Conferencia de Bretton Woods, cuya estructura era la de un sistema de patrón cambios-oro basado en el dólar como moneda de reserva (hecho que se derivaba principalmente por la posición de continuo superavit de la balanza de pagos estadounidense y la inconvertibilidad de las monedas europeas, tras la Segunda Guerra Mundial), estando confiado el control de dicho sistema a dos organismos supranacionales, principalmente,

el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento - o Desarrollo- (BIRD), cuyas funciones estaban dirigidas al logro del buen funcionamiento de la economía mundial en el corto y en el largo plazo, respectivamente. La crisis de este sistema monetario internacional, ante el cambio total de las circunstancias que dieron lugar a su establecimiento, fue una de las causas principales que llevaron a la creación del Sistema Monetario Europeo en la Comunidad Económica Europea, ante la inestabilidad que se derivó de su proceso de desaparición, como veremos más adelante.

Siguiendo con la evolución de la idea de una mayor integración de los países europeos, debemos citar a Jean Monnet, considerado, junto a Robert Schuman y Paul Henry Spaak, como los "padres de la Europa Común". Fue precisamente Jean Monnet quien planteó el esquema de una construcción "paso a paso" de la unidad europea, y quien propuso la creación de la alta autoridad en la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (lo que más tarde derivaría en la creación de la Comisión Europea, órgano gestor de la Comunidad, independiente respecto a los países miembros y con poderes ejecutivos de los que responde únicamente ante el Parlamento Europeo). Robert Schuman, ministro francés de asuntos exteriores, en mayo de 1.950, propuso la creación de una alta autoridad común germano-francesa, pero con posibilidades de ser extendida a otros países europeos, cuya labor fuese la gestión del conjunto de la producción de carbón y acero de los dos países, bajo la idea de que la creación de lazos de cooperación entre los países pasaba por la consecución previa de lazos económicos que diesen lugar a intereses comunes para los mismos.

La idea de Jean Monnet tuvo su realización cuando el 18 de abril de 1.951, los ministros de asuntos exteriores de la República Federal Alemana, Francia, Italia, Bélgica, Holanda y Luxemburgo, firmaron en París el tratado por el cual se constituía la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA).

Sin embargo, el camino para el logro de un proceso continuo hacia la integración de los países europeos no estaba todavía, como no lo está en la actualidad, despejado y las posteriores negociaciones para la realización de un proyecto de creación de una comunidad de defensa y una comunidad política entre los países de la CECA fracasaron.

Pese a esta falta de acuerdo, las negociaciones entre los citados países continuaron, siendo en esta época en la que el belga Paul Henry Spaak presentó su informe, proponiendo la ampliación de la CECA al conjunto de la actividad económica y al campo de la investigación nuclear, poniendo las bases de la Comunidad Económica Europea y el EUROATOM. Así el 29 de mayo de 1.956 los ministros de asuntos exteriores de estos seis países, reunidos esta vez en Venecia aprueban el "Informe Spaak" y se inician las negociaciones que culminarían el 25 de marzo de 1.957 con la firma, en Roma, de los Tratados Constitutivos de los dos Organismos citados, cuya entrada en vigor se produjo el primero de enero de 1.958 (94).

La CEE, ya desde su fundación, tiene como uno de sus objetivos a largo plazo la total integración de las economías de sus países miembros, si bien esta idea no ha sido compartida por los gobernantes de los mismos ni en la forma ni en el fondo, constituyendo en la actualidad el caso británico -y también el alemán, aunque su manifestación sea menos evidente, pero no

por ello es menos decidida- tan sólo una muestra más de las muchas resistencias que los participantes en el proyecto europeo oponen a su desarrollo ante la idea de la pérdida de soberanía que supone el mismo. Así, ya en su propio nacimiento se podría decir que la Comunidad tuvo la "mala suerte" de que el general De Gaulle asumiese el poder en Francia e impusiese su propia idea europea de la "Europa de los Estados", con la que sólo se contemplaba una cooperación de los países comunitarios, sin que se renunciase a ninguna parcela de la soberanía nacional en favor de ningún organismo de carácter supranacional. Asimismo, pese a que la posibilidad de ampliación a otros países democráticos europeos se mantuvo, Francia se opuso, tanto de forma tácita como explícita, a la incorporación de la Gran Bretaña en la Comunidad Europea lo que dio lugar a que, cuando ésta se produjo, la voluntad británica de participar en el logro de una Europa Común fuese más que dudosa, y desde luego no tan unánime o mayoritaria como hubiese sido, probablemente, en los primeros años.

De cualquier manera la CEE ha ido recorriendo las distintas etapas que conducen a esa integración total empezando por la consecución de la única fase real y totalmente alcanzada aún en la actualidad (sin considerar lógicamente las situaciones transitorias derivadas de las posteriores adhesiones al Tratado de Roma): la Unión Aduanera, que se logró el 1 de julio de 1.968, al suprimirse los derechos aduaneros entre los países comunitarios y establecerse un **arancel común** frente al resto de los países, tras haberse establecido un impuesto indirecto común (no igual) sobre los bienes y servicios, que grava el incremento de valor que experimentan los bienes en cada fase del proce-

so productivo, el **Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA)**.

El resto de las etapas que conducen hacia el objetivo de la integración total sólo se han conseguido parcialmente, o simplemente no se han iniciado, si bien la entrada en vigor del **Acta Unica Europea**, el 1 de Julio de 1.987, que constituye la primera modificación del **Tratado de Roma** de 1.957, supuso un claro y decidido relanzamiento de dicha idea, y la firma del **Tratado de la Unión Europea** el camino marcado para avanzar hacia la integración económica y monetaria.

Al mismo tiempo que se producían los avances en el logro de los objetivos la **Comunidad Económica Europea** iba ampliándose con la incorporación de nuevos países miembros, siendo Irlanda la primera nación que presenta oficialmente su solicitud de adhesión, la cual se produjo junto a la de Dinamarca y el Reino Unido el 1 de enero de 1.973, al entrar en vigor los **Tratados de Adhesión** firmados el 22 de enero del año anterior, quedando Noruega fuera de la Comunidad ya que pese a haber solicitado su adhesión el 30 de abril de 1.962, renunció a la misma al ser ésta rechazada en referendun. Ya en esta época tanto España, el 9 de febrero de 1.962, como Portugal, el 18 de mayo de este mismo año, habían solicitado la iniciación de negociaciones para la asociación, y Turquía había firmado un acuerdo de asociación con vistas a una futura adhesión, si bien la condición de "club de países democráticos" que constituía la Comunidad no hacía posible que se produjese la misma, y los dos países citados en primer lugar, es decir, **España y Portugal**, no lograrían firmar el deseado **Tratado de Adhesión** hasta el 12 de Junio de 1.985, entrando en vigor los mismos el 1 de enero de 1.986. Entre ambas fechas, además de la primera ampliación comentada,

Grecia, que había presentado su solicitud de adhesión el 12 de julio de 1.975, se convirtió en el décimo país comunitario el 1 de enero de 1.981, tras la firma en Atenas, el 28 de mayo de 1.979, del Tratado correspondiente. Todas estas ampliaciones, al mismo tiempo que enriquecían la idea de una Europa unida, hacían más difícil el logro de los objetivos y no permitían que se llevasen a cabo con la debida fluidez las negociaciones que necesitaba todo avance en el proceso de integración, haciendo casi imposible que se aplicase la "norma de la unanimidad" que regía los acuerdos del Tratado de Roma, por lo que se hacía imprescindible una modificación del mismo, siendo el Acta Unica Europea el resultado de esa necesidad.

Una vez contemplada brevemente la evolución desde el punto de vista de la ampliación de los países miembros de la Comunidad, hemos de analizar cual fueron los problemas con los que estos países se han ido enfrentando a lo largo de estos años, y que condujeron a la creación del Sistema Monetario Europeo. Para ello, volveremos a situarnos en el año 1.957, fecha en que la CEE comienza su andadura, y en el cual las condiciones que dieron lugar al nacimiento del Sistema de Bretton Woods, basado en el dólar, ya no se daban, pues se había conseguido superar la escasez de dólares, derivada del continuo superávit de la balanza de pagos estadounidense y de la inconvertibilidad de las monedas europeas tras la Segunda Guerra Mundial, gracias a los buenos resultados obtenidos por la Unión Europea de Pagos (UEP), creada en 1.950, dentro de la Organización Europea de Cooperación Económica (OECE), ante las insuficiencias para lograr resolver los problemas de la falta de liquidez de los países europeos y la inconvertibilidad de sus monedas que habían

mostrado los **Acuerdos Intraeuropeos de Pagos** de 1.947, basado en una compensación de primer grado o "circular", y 1.948, que unían a este primer mecanismo una compensación de segundo grado, respaldada con créditos cuya financiación estaba ligada a la ayuda del "Plan Marshall", todo ello dentro del esquema de acuerdos <<clearing>>, que no precisaban de la utilización de divisas para el desarrollo de las operaciones comerciales entre los países miembros, salvo para saldar las posiciones deudoras y acreedoras a la finalización del periodo estimado. Así la Unión Europea de Pagos contaba, junto a un sistema de cuotas para la concesión de créditos, dos mecanismos complementarios de financiación del comercio intraeuropeo. El primero consistía en una doble compensación tanto espacial como temporal, no demasiado distinta de la que recogían los segundos acuerdos intraeuropeos de pagos de 1.948. El segundo mecanismo, que iba a permitir superar el doble problema planteado de la inconvertibilidad de las monedas y la escasez de dólares, consistía en que la propia Unión Europea de Pagos, y no los países que la componían, se instituya en deudora o acreedora, al finalizar un periodo de liquidación, completándose esta circunstancia con la concesión de créditos a los países deudores, y la articulación de pagos a los que resultasen acreedores, para que pudiesen seguir comerciando entre sí, condicionados por un sistema de cuotas (sin necesidad de mantener depósitos que respaldasen sus posiciones respectivas), en función de la importancia del comercio exterior de cada país, que servía como baremo para la citada concesión de créditos y estructuración de pagos. Una división en tramos, tanto para los pagos como para los cobros, lograba una mejor dosificación de la utilización del sistema

por los países participantes. Toda la contabilidad que requería el sistema para su funcionamiento fue asumida por el **Banco de Pagos Internacionales de Basilea (95)**.

La Unión Europea de Pagos obtuvo unos buenos resultados que no pueden ser atribuidos solamente a la importante ayuda americana, si no al acuerdo al que llegaron, desde un principio, los propios países europeos para vencer los obstáculos de su falta de liquidez y convertibilidad de sus monedas. Así, en 1.958 ya existían reservas suficientes de dólares en algunos países europeos para permitir el desarrollo del comercio internacional, y Gran Bretaña, que veía en la Unión Europea de Pagos un ataque frontal al prestigio de la libra esterlina, declara la convertibilidad externa de la misma (dejando bajo intervención las operaciones por cuenta de capital), y expresa su convicción de que la Unión Europea de Pagos debe desaparecer, al haberlo hecho las causas de su creación, opinión que no compartieron los restantes países de la misma, cuya situación económica y niveles de reservas eran muy heterogéneos. Solamente la República Federal Alemana declaró la convertibilidad plena del marco (lo que no se había atrevido a hacer el Reino Unido con la libra), mientras que otros países se vieron obligados por las circunstancias a adoptar el **Acuerdo Monetario Europeo (AME)** que, de forma transitoria heredó la mecánica de la Unión Europea de Pagos, pero en un nuevo contexto que hacía presagiar que su futuro era muy corto.

El clima de estabilidad monetaria que surgió en Europa a partir de estos momentos y los grandes sacrificios de soberanía nacional que se derivarían de cualquier proyecto de integración monetaria, influyeron para que en el Tratado de Roma no se in-

cluyera un desarrollo completo de los aspectos monetarios de la integración, lo que se sumó a un cierto sesgo hacia la agricultura, en detrimento de la industria. Por todo ello, las obligaciones monetarias aceptadas por los países fundadores de la CEE se limitaron a los puntos siguientes:

1) Los países miembros se imponían una obligación inmediata, de carácter negativo, por la que debían procurar que las condiciones interiores y las políticas monetarias emprendidas por cada uno de los países no impidiesen el establecimiento del mercado común, y se comprometían a mantener posiciones sólidas en sus cuentas exteriores que promoviesen la confianza en sus monedas, todo ello dirigido a lograr afianzar las condiciones de gran estabilidad que se habían logrado previamente, como hemos visto.

2) Asimismo, los países comunitarios se comprometieron a establecer, progresivamente, un conjunto de obligaciones dirigidas a lograr el objetivo de un mercado común, y que se concretaban en los siguientes puntos:

- La abolición de las restricciones a los movimientos de capital.
- La eliminación de las disposiciones relativas a los mercados de capitales y a los sistemas crediticios que discriminen contra los nacionales de los restantes países miembros.
- La libertad de establecimiento de personas y capitales, en igualdad de condiciones.

3) Los países miembros se comprometían, además, a no adoptar medidas unilaterales, y a someter a consulta cualquier actuación que pueda afectar a los objetivos finales. Concretamente, en política monetaria, y hasta lograr "una moneda común", la política de cambio se considera de <<interés común>>, por lo que, si un país modifica el tipo de cambio de forma que "altere, de manera importante, las condiciones de la competencia" en la Comunidad los restantes países, previa conformidad de la Comisión, podrían adoptar medidas contra aquel, siempre que en la modificación del tipo de cambio existan otros objetivos que no sean el conseguir el equilibrio de la balanza de pagos.

Sin embargo, todas las disposiciones del Tratado de Roma en esta materia no constituyen en su conjunto más que un modesto intento de regular la política monetario-financiera de la CEE, y establecer una serie de objetivos que no se han cumplido aún en la actualidad, quedando muy distante de la armonización y coordinación que son necesarias para establecer un sistema monetario, no existiendo, pese a todo, ninguna cláusula en el mismo que se oponga a esa coordinación, tal y como viene a demostrarlo la posterior creación del Comité Monetario y su ulterior evolución, pasando de ser un mero órgano consultivo a convertirse en el verdadero coordinador de la política económica, de la Comunidad Europea, y en particular de la monetaria, y del mismo modo, el que haya sido posible afrontar el desarrollo del Sistema Monetario Europeo y avanzar en el camino de la integración económica sin necesidad de modificar el Tratado fundacional, si bien fue necesaria la aprobación del Acta Única Europea para poder avanzar en estos temas, y la firma del Tratado de la

Unión Europea para culminar el proceso. (96)

Un análisis breve del Tratado de Roma permite observar el pobre desarrollo que los temas monetarios tienen en el mismo. Así, es el artículo 67 el primero en el que realmente se inicia la regulación de los temas monetarios, al tratar en el Capítulo IV del Título III, de la Segunda Parte, la libertad de circulación de capitales, dentro de los fundamentos de la Comunidad, y como una de las condiciones necesarias para el logro de los fines que se desea alcanzar, recogidas en el artículo 3 (apartado c), concretamente). Si a esto unimos el hecho de que la Jurisprudencia del Tribunal de Justicia de Luxemburgo entiende que no es de aplicación directa en los países comunitarios lo estipulado en los artículos referentes a la libertad de movimiento de capitales, el contenido del Tratado de Roma en materia económica resulta netamente insuficiente. Hubo que esperar a la aprobación del Acta Unica Europea para que en el Tratado se introdujese de forma expresa la necesidad de garantizar la convergencia de las políticas económicas y monetarias (artículo 102 A), hasta este momento en el texto del mismo sólo existían recomendaciones dirigidas a evitar que las actuaciones de los países afectasen de forma negativa a las condiciones de competencia dentro de la Comunidad (artículos 67 y 73), y a regular los que se consideraban "problemas de interés común": políticas de coyuntura (artículo 103), de tipos de cambio (artículos 107) y de balanza de pagos (artículos 104 a 106, en lo que se refiere a la necesidad de lograr su equilibrio, y 108 y 109, respecto a las actuaciones ante su desequilibrio).

No puede extrañar, por tanto, que ante esta ambigüedad del Tratado de Roma sobre los temas monetarios, su modificación se

considerase necesaria para poder abordar una verdadera Unión Monetaria Europea (lo que ya se puso de manifiesto en el denominado Plan Werner, que veremos posteriormente), procediéndose a la misma con la aprobación del Acta Unica Europea.

La cooperación monetaria en Europa hasta 1.977

La instauración del Sistema Monetario Europeo, en 1.978, va a suponer el primer paso firme en este intento de avanzar en el logro de la Unión Monetaria Europea. Pero desde la firma del Tratado de Roma, en 1.957, hasta la creación del Sistema Monetario Europeo se sucedieron una serie de acontecimientos que alteraron la estabilidad monetario-financiera dentro del Sistema Monetario Internacional nacido en Bretton Woods (97), que van a "obligar" a la Comunidad a adoptar medidas monetarias dirigidas a garantizar el buen funcionamiento y la armonización de la política común europea lograda hasta entonces, y que se había visto beneficiada de la estabilidad monetaria existente desde la creación de la Comunidad hasta finales de los años sesenta.

La evolución del Sistema Monetario Internacional

La Comunidad Económica Europea se enfrentó ya desde sus comienzos a un proceso de desmoronamiento del Sistema Monetario Internacional de Bretton Woods que, junto a actuaciones de carácter nacionalista por parte de los propios países comunitarios, "obligaron" a la adopción de medidas de carácter monetario-financiero dirigidas a lograr una mayor estabilidad en el ámbito europeo de la que se observaba a nivel mundial. En el contexto internacional se produjeron actuaciones de todo tipo

para intentar salvar el orden monetario establecido, algunas de las cuales se encontraban, paradójicamente, al margen del propio sistema, pero la creciente desconfianza en el dólar, y en particular en la paridad establecida respecto al oro, no hizo más que aumentar, debido a que ninguna de las medidas adoptadas iba dirigida a corregir el creciente desequilibrio entre el nivel de reservas estadounidense y el volumen de dólares en circulación a los que, se suponía, respaldaban aquellas reservas.

Por ello, el sistema de patrón cambios-oro, basado en el dólar como moneda de reserva, que se configuró en la Conferencia de Bretton Woods, fue cuarteándose a medida que se pasaba de una situación en la que existía una escasez de dólares (por la posición de continuo superavit de la balanza de pagos estadounidense y la inconvertibilidad de las monedas europeas) a un exceso de oferta de la divisa americana, que creó un sentimiento de desconfianza en la convertibilidad del dólar en oro a la paridad fijada en el sistema (35 dólares por onza de oro).

Esta situación provocó diversas actuaciones de las autoridades monetarias norteamericanas y europeas que llevaron a la introducción de algunas modificaciones en el sistema, e incluso a la actuación al margen del Fondo Monetario Internacional, que van a influir, en mayor o menor medida, en aquellas decisiones de carácter monetario-financiero que se adoptaron en la Comunidad Económica Europea durante este periodo. Así, como ya se ha indicado, el 27 de diciembre de 1.945, se fundaron oficialmente el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo (BIRD) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), siguiendo las pautas de los acuerdos adoptados en la Conferencia de Bretton Woods, en 1.944, tratando de atender a la solución de diversos problemas

de carácter internacional, al mismo tiempo que se pretendía evitar la repetición de tres problemas que se habían presentado en periodos precedentes. Los principales objetivos planteados podrian resumirse en los siguientes:

- * Atender al problema de la financiación a corto plazo para lograr la estabilidad de los cambios y reequilibrar las balanzas de pagos de los distintos países. Objetivo que sería asumido por el FMI.

- * Remediar el problema de la financiación a largo plazo de los planes de reconstrucción y desarrollo necesarios tras la Segunda Guerra Mundial. Cuya realización fue encomendada al BIRD.

- * La reducción de los obstáculos al comercio internacional y lograr una situación de pleno empleo que diese estabilidad a la economía mundial.

Sin embargo, respecto a este último punto, si bien se firmó la denominada **Carta de la Habana**, en la que se recogía la creación de un organismo supranacional destinado a regular el comercio internacional, ésta nunca fue ratificada por los Estados Unidos por lo que dicho organismo nunca fue creado, y simplemente se adoptó una parte de la misma, que compone el denominado **Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT)**, no teniendo la misma suerte el segundo de los objetivos mencionados (el del logro del pleno empleo), que no se vió favorecido por ningún acuerdo concreto específico, aunque en las cartas constituyentes de todos los organismos internacionales creados se incluyese de forma explícita el objetivo de alcanzar el pleno

empleo.

Respecto a los problemas de los periodos precedentes que se trataron de evitar, fueron tres en los que se concretaron medidas para conseguir que no se repitiesen:

* Los desequilibrios propios del sistema de patrón cambios-oro, derivados de la propia escasez de este metal y de la dificultad de lograr que su extracción crezca al mismo ritmo que el comercio internacional que debía de financiar. Es decir, el problema de la liquidez del sistema que, como veremos, no logró solucionarse.

* Las devaluaciones competitivas, que habían nacido de la formación de bloques económicos y fondos de estabilización tras el abandono del sistema de cambios-oro en la década de los treinta.

* Los desequilibrios de los tipos de cambio que se produjeron como consecuencia de la formación de esos bloques económicos y fondos de estabilización, pese a la firma del Acuerdo Tripartito sobre Tipos de Cambio, entre los tres países que constituían la cabeza de los bloques, el Reino Unido, por el area de la libra esterlina; los Estados Unidos, por el area del dólar; y en tercer lugar, Francia, por el bloque del oro; en un intento de alcanzar una estabilidad entre los tres bloques, que se sumase a la conseguida dentro de cada uno de ellos.

Las medidas para el logro de todos estos objetivos fueron

recogidas en dos informes, uno por parte británica, presentado por John Maynard Keynes, y otro por los Estados Unidos, defendido por Harry Dexter White, que presentaban importantes discrepancias en la forma de afrontarlos, sin duda por las distintas posiciones en las que la guerra había situado a sus respectivos países. En definitiva, fue adoptado el informe americano, conocido como Plan White, y se concretaron tanto las medidas a adoptar, como las funciones de los distintos organismos internacionales creados. Centrandonos en las finalidades del Fondo Monetario Internacional, por su incidencia en el periodo que vamos a considerar, tres son los objetivos básicos del mismo:

- La promoción de la estabilidad de los tipos de cambio.
- El establecimiento de un sistema multilateral de pagos corrientes.
- La puesta a disposición de los países de fondos utilizables como reservas propias.

Para poder cumplir estos fines se asignan al FMI tres tipos de funciones:

* Una ~~función normativa~~, o reguladora, dirigida principalmente a:

- 1) Establecer una fijación de paridad de las monedas respecto al dólar, e indirectamente, respecto al oro, que se complementaba con normas específicas para eliminar los tipos de cambio múltiples.
- 2) Eliminar las restricciones en los pagos interna-

cionales y limitar los acuerdos bilaterales de pagos.

* Una función consultiva, de la que pueden beneficiarse tanto los países miembros como los organismos internacionales.

* Una función financiera, que permita alcanzar todos estos objetivos a nivel internacional (recogiendo la idea de que los países no podrían afrontarlos de forma individual) para lo que se establece un sistema de cuotas, representativas de la importancia relativa que tiene cada uno de los países miembros, que servirá de base para las distintas actuaciones y operaciones del Fondo Monetario Internacional respecto a los países miembros.

Sin embargo, todo este sistema monetario internacional nacido de la Conferencia de Bretton Woods, y desarrollado por el Plan White, del cual no hemos hecho más que mencionar muy someramente el entramado con el que se puso en funcionamiento, presentaba serios defectos que, cuando se pusieron de manifiesto, dieron lugar a su desmoronamiento en un plazo de tiempo relativamente corto. Así, introducía demasiadas rigideces en el mecanismo de ajuste de los desequilibrios de balanza de pagos, al mismo tiempo que mantenía, e incluso agudizaba, el sesgo entre países deudores y acreedores. Respecto al mecanismo de financiación, dirigido a demorar el pago de los saldos deudores de las balanzas de pagos hasta que se den mejores condiciones para afrontarlos, su articulación hacía necesario que existiese un volumen de reservas suficientes en el Fondo Monetario Interna-

cional, y ésto se vió limitado por el menor ritmo de crecimiento de la producción de oro, dando lugar a que se incrementase el volumen de divisas, y en especial de dólares, para evitar problemas de liquidez en el sistema que ahogasen el crecimiento del comercio internacional.

Pero si las rigideces en el ajuste conducían a problemas en la liquidez, que debían ser solucionados mediante la aportación de un mayor volumen de dólares en el sistema, ésto a su vez provocaba un problema de confianza, que iba a originar la crisis del mecanismo de transferencia del sistema, basado en la libertad de los pagos corrientes, y con ello iba a dar lugar a la crisis del propio sistema monetario internacional.

El problema de la confianza surgió por el hecho de que para poder garantizar la liquidez necesaria al sistema, que hiciese posible el desarrollo de un creciente número de transacciones internacionales, los Estados Unidos se vieron forzados a poner en circulación un volumen creciente de su moneda, y lograr que fluyese a los demás países (ya que si permanece dentro del propio país emisor, lógicamente, la moneda no constituye "reserva" a nivel internacional, por lo que es necesario que esa moneda la posea otro país para que adquiera esa condición). Para lograrlo, los Estados Unidos debían mantener un continuo déficit en su balanza de pagos, que se equilibraría con una salidad de dólares. Pero los países con un superavit en su balanza de pagos basaban la aceptación de dólares en pago de su deuda en la garantía de que, si las autoridades monetarias de los países pertenecientes al FMI, no los particulares, presentaban al cambio sus reservas de dólares, recibirían de los Estados Unidos, en este caso, una onza de oro por cada 35 dólares aportados (no

tenemos en cuenta los gastos de la operación). Ante el continuo aumento de la circulación de dólares surge la duda sobre si el cambio establecido se produciría, y la crisis de confianza se convierte en una realidad.

Para evitar que se llegase a esta situación, y respaldar la posición de la divisa americana dentro del sistema, se adoptaron una serie de acuerdos, tanto dentro del Fondo Monetario Internacional como al margen del mismo, que conviene considerar, pues los mismos, o bien explican las medidas adoptadas por los países europeos dentro de su propio sistema, o bien constituyen una muestra de la irracionalidad con la que se afrontan algunos problemas. Los principales acuerdos adoptados fueron:

El "Pool" del Oro

En octubre de 1.961, con una independencia absoluta del FMI, la Reserva Federal norteamericana y los bancos centrales de los ocho países más importantes, desde el punto de vista económico, llegan a un acuerdo "verbal" consistente en crear un <<pool>> del oro basado en una doble actuación:

- 1) Los bancos centrales de estos ocho países se comprometían a no adquirir oro en el mercado libre a un precio superior a los 35,17 dólares la onza (siendo 17 centavos de dolar los gastos aproximados de fletes, seguros y comisiones).

- 2) Tanto los ocho países como el Banco de Pagos Internacionales de Basilea se comprometieron a actuar conjuntamente para estabilizar el precio

del oro en el mercado de Londres. Si en estas actuaciones era necesario vender oro para hacer caer su precio y sostener el dólar, los Estados Unidos aportaban la mitad de la cantidad de oro necesaria, siendo la mitad restante aportada por los demás países del "pool" de conformidad con unos baremos negociados, salvo que la caída del valor del dólar se debiese a una operación de carácter especulativo contra la moneda americana, y no a un mayor valor del oro, en cuyo caso la Reserva Federal afrontaba la venta de oro totalmente. De igual forma se actuaba si era necesario comprar oro, si bien, en ocasiones, los Estados Unidos renunciaron a la mitad que les hubiese correspondido en beneficio de los países del "pool" que tenían un menor porcentaje de sus reservas en oro, en un intento de lograr una mayor homogeneización entre todos los países.

La creación del "pool" del oro permitió que, desde finales de 1.961 hasta 1.964, se fuesen reduciendo las diferencias entre las cotizaciones máxima y mínima que el oro alcanzaba, lo que desanimó la actividad especuladora y la tendencia al atesoramiento que, hasta entonces, habían desarrollado los gobiernos, ya que al no variar su precio, desaparecían la causa para el mismo.

Las Operaciones "SWAP"

Los Estados Unidos realizaron, además de las actuaciones dentro del "pool" del oro, diversas operacio-

nes dirigidas a apoyar al dólar, como moneda base del sistema monetario internacional, mediante una red de acuerdos de créditos bilaterales entre bancos centrales, por el que los dos países firmantes del acuerdo (Estados Unidos y cualquier otro país, en este caso) se comprometían a aportar una cantidad máxima, en su propia moneda, de forma que cuando uno de los dos países presentase dificultades por problemas en su balanza de pagos, podía hacer uso de la moneda del otro país hasta ese límite fijado, para apoyar a su moneda, obligándose a devolver la misma cantidad, en la misma moneda, al finalizar el plazo establecido.

En definitiva, las operaciones "swap" son, simplemente, la compra (o venta, según el país considerado) de una divisa al contado, contra la venta (o compra) de dicha divisa a plazo, en un futuro determinado (la creciente aceptación de estas operaciones hizo que el plazo pasase de los 3 meses, en los primeros acuerdos hasta los 2 años, en el caso más favorable), con la garantía derivada de devolver la misma divisa que se había utilizado.

Sin embargo, ante las dificultades que la Reserva Federal tenía para devolver algunos de los préstamos suscritos a través de operaciones "swap", el Subsecretario del Tesoro americano **Roose** procedió a consolidar a medio plazo parte de los recursos comprometidos con la emisión de unos Bonos del Tesoro, que recibieron su nombre, buscando aplazar el pago, y que fueron aceptado por los países a los que se propuso al estar también

nominados en su propia moneda.

El Acuerdo General de Préstamos

En 1.962, paralelamente por tanto a las operaciones "swap", ante la falta de liquidez del FMI, y haciendo una interpretación liberal de la cláusula de "moneda escasa" que permitiese solucionar el problema sin modificar el Convenio Constitutivo del FMI, se planteó la posibilidad de que el organismo internacional pudiera solicitar de los países con superavit continuo que cediesen al Fondo, bajo ciertas condiciones, y de forma voluntaria (con lo que no era necesario a que la moneda fuese realmente escasa), una mayor cantidad de su moneda para lograr aumentar los fondos puestos a disposición del FMI. Con este fin se establece el Acuerdo General de Préstamos (aunque en realidad fueron varios los acuerdos firmados, agrupándose en una sola actuación lo que constituye un conjunto de medidas) que, inicialmente, era renovable cada dos años, si bien ha alcanzado una vigencia de cinco años.

Diez fueron los países que constituyeron inicialmente el Acuerdo General de Préstamos (Estados Unidos, cinco de los seis países fundadores de la Comunidad Económica Europea (siendo Luxemburgo la excepción), Gran Bretaña, Canadá, Japón y Suecia), a los que se sumarían posteriormente Suiza, ya desde 1.962, y Arabia Saudí. Por este acuerdo, los países firmantes comprometen una serie de volúmenes máximos de crédito, en determinadas condiciones, en su propia moneda, tras el estudio de la

solicitud de ayuda por parte del FMI, no pudiendo beneficiarse de estos créditos, en un principio, más que los países firmantes que pudiesen presentar dificultades de balanza de pagos y que, habiendo solicitado ayuda del FMI no pueda serle prestada por el mismo, al no disponer éste de liquidez suficiente, en cuyo caso se solicitará de los países del Acuerdo la aportación necesaria, que se concederá por la aplicación de dos mayorías cualificadas: 2/3 de los países miembros y 3/5 de las cantidades comprometidas.

Desde 1.983, pueden beneficiarse de los fondos aportados por los países del Acuerdo países que no pertenecen al mismo.

Sin embargo, aunque la actuación del Acuerdo General de Préstamos supuso una mayor liquidez dentro del sistema, en particular en situaciones de crisis, no sirvió para solucionar el problema de la financiación a largo plazo de los desequilibrios internacionales e, incluso, introdujo nuevas distorsiones ya que, si bien se ampliaban los recursos extraordinarios del FMI, con su establecimiento se desplazó la capacidad de decisión fuera del organismo internacional, al ser la conformidad de los países que componían el Acuerdo tan necesaria para la concesión de los créditos como el acuerdo formal del FMI, con la particularidad que en el primero la capacidad de decisión corresponde a un número muy limitado de países.

El Sistema de Doble Mercado del Oro

Si contemplamos todas las actuaciones de apoyo al dólar de los apartados anteriores vemos que, junto a las posibles aportaciones de fondos adicionales al FMI a través del Acuerdo General de Préstamos, se habían firmado diversos acuerdos bilaterales "swap", que en algunos casos se habían transformado en "Bonos Roose" del Tesoro de los Estados Unidos con mayor plazo de amortización, y se creó un "pool" del oro, todo ello para evitar que se produjesen desviaciones de la paridad establecida entre el dólar y el oro, que constituía la base de todo el sistema de Bretton Woods. Sin embargo, a pesar del aparente éxito del sistema del "pool" del oro, que había permitido que se fuesen reduciendo las diferencias entre las cotizaciones máxima y mínima que alcanzaba el oro (y en consecuencia el dólar) éste fue objeto de fuertes críticas. El Banco de Italia, en su informe anual de 1.963, tras atacarlo fuertemente propuso como alternativa el establecimiento de un sistema de doble mercado, que fue adoptado en 1.968 pese a todos los inconvenientes que llevaba aparejado. En estas críticas se resaltaba el estímulo a la especulación privada (ya que la de los gobiernos estaba regulada) que la actuación del "pool" originaba, al mantener de forma artificial precios bajos del oro y existir una tendencia al alza de ese precio.

Confirmando las opiniones recogidas en el informe del Banco de Italia de 1.963, el 17 de marzo de 1.968, ante la notable presión al alza del precio del oro, que de-

rivó en fuertes pérdidas de oro, se suspendieron las operaciones del "pool", cerrándose temporalmente el mercado de Londres. Cuando se vuelve a abrir las condiciones que se establecen son totalmente distintas, con un mercado absolutamente libre de intervenciones y un precio del metal totalmente independiente de la cotización oficial. Junto a esto, coexistiría un mercado oficial, con sede en Nueva York, al que sólo podrían acudir las autoridades monetarias, en el que se mantenía el precio de paridad de 35 dólares la onza de oro.

Este sistema de doble mercado dio lugar a un equilibrio "inestable" cuyo fin tuvo lugar en 1.971, con la declaración, como veremos después, de la inconvertibilidad de la divisa americana, y que presentó situaciones absurdas en las que, mientras se mantenía la paridad en el mercado de Nueva York, en Londres la onza de oro se cotizaba por encima de los 700 dólares. Solamente el serio compromiso de los países del sistema y algunas circunstancias coyunturales (un aumento de la oferta del metal, ante los déficits continuos de balanza de pagos en Sudáfrica, que es el principal productor de oro; diversos reajustes cambiarios en Europa que aliviaron las tensiones contra el dólar, por ejemplo), permitieron que el sistema se mantuviese durante tres años. Pero sin duda, fue la creación de los Derechos Especiales de Giro (DEG), como nuevo activo de reserva del sistema lo que permitió su permanencia.

Los Derechos Especiales de Giro (DEG)

El Plan White, que servía de base al sistema de Bretton Woods, no contemplaba la creación de "dinero internacional" que sirviese de activo de reserva al sistema, lo que sí se recogía en el plan de Keynes, que no fue aceptado por los norteamericanos. Sin embargo, ya en 1.951, el Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas pidió al FMI la flexibilización de los créditos y la posibilidad de creación de liquidez. Un discurso del presidente Kennedy dirigido al Congreso de los Estados Unidos, el 6 de febrero de 1.961, recogía esa posibilidad, cuando fuese necesario. Dado que la creación de estos activos de reserva exigían la modificación del convenio constitutivo del FMI, el organismo internacional se resistía a adoptar dicha medida. Pese a ello, los problemas que presentaba el dólar como moneda de reserva forzaron la situación y en 1.968 los países miembros del FMI se comprometieron a aceptar como medio de pago activos creados por el propio Fondo, entregando a cambio moneda convertible (bajo ciertos límites), introduciéndose la mencionada enmienda al convenio constitutivo del FMI.

Los Derechos Especiales de Giro constituyen un activo de reserva de primera clase (sin respaldo de un pasivo que compense su emisión), de creación condicionada y utilización libre (si bien su aceptación si está regulada mediante el establecimiento de límites, voluntarios, a la aceptación), cuyo valor y rentabilidad viene determinada por el mercado, en función de la cesta de

monedas que los componen.

De 1.969 a 1.971 se crearon un total de 9.500 millones de DEGs (3.500 millones el primer año y 3.000 millones en cada uno de los años siguientes), repartiéndose los activos creados en proporción a las cuotas que mantenía cada país dentro del FMI. Con ello la liquidez del sistema se incrementó considerablemente pero no se solucionó el problema de la desconfianza en el dólar. Su creación se vería paralizada tras la declaración de la inconvertibilidad de la divisa americana ya que para su creación se exige la conformidad del 85 % de los votos --no de los países-- que pertenecen al FMI, contando los Estados Unidos con alrededor del 20 % de los votos (teniendo a su vez la Comunidad Económica Europea un porcentaje similar), lo que le proporciona de hecho la posibilidad de vetar cualquier acuerdo de creación de nuevos activos (así, sólo se han creado otros 12.000 millones de DEGs entre los años 1.979 a 1.981 -- con 4.000 millones por año). Ante el continuo déficit de la balanza de pagos americana, que proporciona liquidez al sistema por encima, incluso, de sus necesidades reales, es difícil que se produzcan en un corto plazo nuevas emisiones de este activo de reserva, pese a la pretensión de que llegue a convertirse en el activo más importante del mismo.

Las crisis de la libra esterlina

La libra esterlina se había mantenido sobrevalorada desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial por razones de prestigio, y para poder sostener el tipo de cambio se había recurrido a la denominada política del "stop and go", por la que la balanza de pagos británica entraba en crisis tan pronto la marcha de la economía interna comenzaba a ser satisfactoria y se reducía el paro, aumentando el producto interior bruto, lo que obligaba a la adopción de medidas estabilizadoras que frenaban el normal desenvolvimiento de la economía. Esta situación de crisis casi permanente de la libra daba lugar a que cualquier acontecimiento interno o externo provocase una crisis monetaria, siendo las más importantes de estos años las que se mencionan a continuación:

- En 1.963 la negativa de la Comunidad Económica Europea a admitir a Gran Bretaña provocó una fuerte especulación contra la libra, que sólo pudo salvarse mediante la concertación de importantes créditos con países europeos.

- En febrero de 1.964 la incertidumbre respecto a las elecciones y los rumores sobre la posible revaluación del marco alemán provocaron una crisis que se repetiría en mayo y, posteriormente, con la entrada del gobierno laborista.

- En septiembre de 1.965, ante la agravación de

la crisis, se requirió la ayuda del Banco de Pagos Internacionales de Basilea y se adoptó un estricto plan de austeridad. Sin embargo, la crisis de Rodesia, en noviembre, con su autoproclamación de independencia, provocó una nueva especulación contra la divisa británica.

- Fue la guerra de Oriente Medio, en 1.967, la que provocó el fin de esta situación insostenible.

En noviembre de 1.967 se llegó a la devaluación de la libra esterlina, después de los continuos intentos de mantener un tipo de cambio por encima de las posibilidades reales de la economía.

Así, la desaparición de las causas que provocaban los ataques especulativos contra la libra esterlina hicieron que éstos se desviasen hacia otras monedas, y en particular contra el dólar, pues hasta entonces si bien la libra esterlina había perdido gran parte de su pasada importancia, se seguía utilizando todavía en amplias zonas del mundo para realizar las transacciones internacionales (en particular en la zona de la libra), con lo que seguía siendo considerada como moneda de reserva, pese a que su papel dentro del sistema de Bretton Woods no era diferente del que desempeñaba cualquier otra moneda convertible distinta del dólar. Su devaluación en 1.967 vino a confirmar la posibilidad de que una moneda de reserva se devaluase y colocó al dólar en primer plano de los movimientos especulativos.

La quiebra del Sistema de Bretton Woods

En 1.968 el nivel de reservas de los Estados Unidos era de unos 10.700 millones de dólares (en oro), mientras que sus obligaciones ascendían a unos 15.000 millones, con lo que la conversión de la divisa americana era de hecho imposible.

En noviembre de 1.967, inmediatamente después de la devaluación de la libra esterlina, se produjo el primer ataque especulativo contra la divisa americana con compras de oro en los mercados de Londres y Zurich en volúmenes sin precedentes hasta la fecha. Pero es el día 15 de marzo de 1.968 cuando se produce una nueva especulación en oro que obliga a vender más de 1.300 millones de dólares en pocos días. Como consecuencia de tal situación, se decide el cierre del mercado del oro de Londres, y los gobernadores de los principales bancos centrales, reunidos en Basilea, deciden crear un doble mercado del oro, abandonando el "pool" del oro.

Además los Estados Unidos, para controlar a los bancos centrales de los países que no adoptaron el doble mercado, declararon que no venderían oro a ningún país que vendiese, a su vez, oro en el mercado libre.

La inconvertibilidad del dólar

Durante el año 1.970 la balanza de pagos norteamericana presentaba un déficit superior a los 10.000 millones de dólares, y mostraba una clara tendencia a empeorar, con lo que las presiones sobre el dólar se multi-

plicaron. En la primavera de 1.971 los países europeos adoptaron políticas monetarias restrictivas para frenar la inflación (como se ve, antes de que la crisis del petróleo se presentase) y se produce un movimiento especulativo de dólares hacia los países europeos que habían adoptado estas políticas, y en especial hacia la República Federal Alemana y Suiza. La conversión de dólares en marcos fue tan grande que las autoridades alemanas se encontraron en la disyuntiva (que se les iba a plantear de nuevo dos años más tarde) de renunciar a su política restrictiva permitiendo la entrada de dólares, y aceptar la inflación; o aceptar el desequilibrio externo, y seguir luchando contra el proceso inflacionista, aceptando el intenso crecimiento de reservas a tipo de cambio fijo, o revaluar el tipo de cambio en la medida necesaria para contrarrestar la entrada de dólares, abandonando la disciplina del FMI. En una primera etapa optó por aceptar un mayor volumen de reservas, estableciendo tipos de interés elevados, pero manteniendo fijo el tipo de cambio; sin embargo, en mayo de 1.971 la intensificación de la entrada de dólares les obligó a cambiar de actitud y abandonar el tipo de cambio fijo, pasando la moneda alemana a una situación de flotación, lo que provocó su revaluación inmediata. El florín holandés, primero, y el yen japonés, después, pasaron también a un sistema de flotación, mientras que Suiza y Austria revaluaron sus monedas en un 7 % y un 5 %, respectivamente. En agosto de 1.971 la flotación se había extendido a casi todas las monedas fuertes y

los Estados Unidos seguían experimentando fuertes presiones de los demás países para convertir en oro los dólares que mantenían en sus reservas. Esta situación obligó al presidente Nixon a adoptar un conjunto de medidas:

- * La suspensión "temporal" de la convertibilidad del dólar en oro o divisas.

- * El establecimiento de una sobretasa del 10 % sobre importaciones, que se sumaría a los aranceles ya existentes.

- * La reducción de la ayuda económica de los Estados Unidos al exterior en un 10 %.

Los Estados Unidos, con estas medidas, intentaban que los demás países adoptaran medidas comerciales y monetarias que le permitieran restaurar el equilibrio de su balanza de pagos, pero éstos mantuvieron un sistema de "flotación sucia" e intervinieron en los mercados de cambios para evitar que sus monedas se revaluasen, al considerar que debía ser el dólar el que se devaluase, abandonando la paridad existente. Francia llegó incluso a crear un doble mercado manteniendo el tipo de cambio para las operaciones comerciales, permitiendo que el franco francés se apreciara para las operaciones financieras y turísticas, dejando así constancia de que Francia no iba a permitir que el franco se revaluase.

Los Acuerdos de Washington

En las condiciones descritas anteriormente el sistema de Bretton Woods había dejado de existir de hecho, si bien de derecho se mantuviese vigente, por lo que los Estados Unidos siguieron intentando que se volviese a los cauces que en él se marcaban. Para ello, y ante las diferencias que mantenía con los demás países, se establecieron negociaciones a un doble nivel, bilateral (Estados Unidos con cada uno de los países importantes) y multilateral (dentro del Grupo de los Diez, que habían firmado el Acuerdo General de Préstamos). Como consecuencia de las mismas se llegó a un acuerdo en una reunión mantenida en el Smithsonian Institute de Washington, en los términos siguientes:

1) Realineación general de los tipos de cambio de los principales países:

- Devaluación del dólar del 7,9 %
- Revaluaciones del marco alemán, el florín holandés, el yen y el franco belga.
- Nueva paridad: 38 dólares/onza de oro.

2) Mayor flexibilidad de los tipos de cambio, ampliando los márgenes de fluctuación de las monedas al $\pm 2,25$ % (frente al 1 % existente hasta entonces), respecto al nivel de paridad.

Pese a que los Acuerdos de Washington se firmaron en diciembre de 1.971, en febrero de 1.972 se produjeron,

de nuevo, fuertes presiones compradoras de las monedas citadas, demostrando la insuficiencia de los ajustes realizados, obligando a los países firmantes a intervenir para mantener los tipos de cambio dentro de las paridades establecidas. Pero una nueva crisis en junio de ese mismo año, motivada en este caso por un movimiento especulativo en contra de la libra esterlina, obliga a las autoridades británicas a abandonar la nueva paridad y establecer un sistema de flotación para su moneda, que procedió a devaluarse, con lo que los acuerdos firmados se quebraron a tan sólo siete meses de su establecimiento.

En julio de 1.972 se produjo una nueva crisis del dólar que llevó a una elevación de los tipos de interés americanos, pudiendo así ser controlada. Sin embargo, ante el peligro de un proceso inflacionista, los países europeos establecieron políticas monetarias de carácter más restrictivo, originando nuevas tensiones que se plasmaron en una crisis de la lira italiana en diciembre de 1.972, lo que provocó que el franco suizo, que había seguido los pasos del marco alemán hasta esa fecha (de forma voluntaria, al no pertenecer al FMI, aunque sí es miembro del grupo de países que firmantes del Acuerdo General de Préstamos desde 1.962), superase en enero de 1.973 el techo establecido en los acuerdos, lo que repercutió en el mercado alemán, y así a partir del 24 de enero de 1.973, fecha en que se hicieron públicos los resultados desfavorables de la balanza comercial americana, la presión especulativa fue insostenible,

pese a la decidida intervención concertada de la Reserva Federal Americana y el Bundesbank, que dedicaron casi 7.000 millones de dólares, en moneda alemana, para mantener los cambios, si bien el 9 de febrero de ese año se llegó a la conclusión de que toda intervención era inútil.

El lunes 12 de febrero de 1.973 los Estados Unidos anunciaron una nueva devaluación del 10 % que llevó la paridad a 42 dólares la onza de oro. Devaluación nuevamente insuficiente, como demostró que el primer día en que se reabrieron los mercados el Bundesbank encajase 1.000 millones de dólares, a lo que Suiza respondió pasando su moneda a un sistema flotación, que provocó su inmediata revalorización frente al dólar.

El primero de marzo de 1.973, después de haberse batido todos los "records" especulativos (las autoridades europeas encajaron, en un sólo día, unos 3.600 millones de dólares), se decretó el cierre de los mercados de divisas, el cual se prolongó hasta el día 19 de marzo. Cuando se produjo la reapertura, tras este largo período de inactividad, los Acuerdos de Washington eran ya historia y el Sistema de Bretton Woods había desaparecido, en lo que a normas de funcionamiento del sistema monetario internacional se refiere (subsistiendo, entre otros logros, los organismos supranacionales creados).

Los países europeos se ven obligados a aceptar ahora la flotación de sus monedas, y la CEE decide realizar una flotación conjunta dando lugar al denominado Sistema de la Serpiente en el Tunel, que veremos posterior-

mente. Desde esta fecha no puede hablarse de la existencia de un sistema monetario internacional, ya que cada país adoptó una forma de actuación en el mercado de cambios sin que exista ningún acuerdo que obligue al seguimiento de una u otra fórmula determinada. Una excepción a esta situación la constituye el Sistema Monetario Europeo.

Evolución "forzada" del Sistema Monetario en Europa hasta 1.977

Como ya se ha indicado al iniciar este breve análisis de la evolución del sistema monetario internacional, todas las medidas adoptadas y todos los hechos acaecidos tuvieron una importante repercusión en la propia evolución y desarrollo de las medidas monetario-financieras adoptadas en la Comunidad Económica Europea y en la forma en que se afrontó la necesidad de la creación de un sistema monetario propio, así como en la conveniencia de alcanzar la unidad económica de todos los países que la componían, para lo cual se debería lograr primero una unión monetaria de los mismos.

Al igual que se ha hecho en el caso del sistema monetario internacional, es necesario tratar de resumir cuales fueron las primeras etapas de la evolución europea en su intento de alcanzar un área de estabilidad cambiaria, es decir, los pasos que se siguieron desde la creación de la CEE, y más concretamente desde 1.962, fecha en la que hemos visto se empiezan a presentar los primeros problemas en el SMI, y 1.978, año en el que comienza su andadura el Sistema Monetario Europeo. Para ello, voy a referirme a hechos de carácter intracomunitario, que explican las razones que llevaron a la adopción de algunos de los

acuerdos suscritos, y a otros hechos de carácter internacional, que sólo mencionaré al haber sido ya expuestos en el apartado anterior, y que nos muestran la enorme influencia que el dólar tuvo, y aún sigue teniendo, tanto sobre las monedas europeas como sobre su intento de coordinación.

El Tratado de Roma y los primeros avances de carácter monetario

Como ya se ha referido, el Tratado de Roma presentaba un claro sesgo a favor de la política agraria de la Comunidad, dejando bastante desatendida la parte industrial de la economía. A esto se sumaba que, pese a exponer ciertos objetivos de carácter monetario-financiero, muy ambiciosos pero también muy ambiguos, no regulaba de forma explícita la necesaria coordinación entre los países que era necesario alcanzar previamente para lograr aquellos objetivos expuestos, si bien tampoco presentaba en su texto nada que pudiera esgrimirse para oponerse a que se regulase, primero, y se lograse, después, dicha coordinación. Es más, el artículo 105 del Tratado de Roma estableció en su punto primero, que para facilitar la consecución de los objetivos de garantizar el equilibrio de la balanza global de pagos de la Comunidad y mantener la confianza en las respectivas monedas, procurando asegurar un alto nivel de empleo y una estabilidad del nivel de precios (objetivos señalados en el artículo 104), los Estados miembros deberían coordinar sus políticas económicas y establecer, para ello, una colaboración entre sus Administraciones y Bancos Centrales.

Para articular estas actuaciones, ya desde la fundación de la CEE se fueron creando una serie de organismos que iban a ser los encargados de desarrollar la política económica de la Comu-

nidad y que, tendrían gran relevancia en el posterior proceso de integración:

* El **Comité Monetario**, que se crea con carácter consultivo en el propio Tratado de Roma, en el punto segundo del citado artículo 105, con el fin de fomentar la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros, en la medida necesaria para el funcionamiento del mercado común, y cuyas funciones, según se establecen en el propio artículo, se concretaron en el seguimiento de la situación monetaria y financiera y del régimen de pagos tanto de la Comunidad como de los Estados miembros, debiendo informar regularmente al Consejo y a la Comisión sobre estos aspectos, así como emitir los dictámenes que estos dos órganos comunitarios soliciten, o aquéllos que a iniciativa del propio Comité se desee hacerles llegar.

* El **Comité de Política Coyuntural**, que fue instituido el 9 de marzo de 1.960 por una decisión del Consejo al presentarse la primera alteración desde la creación de la Comunidad de las paridades monetarias europeas (devaluación del franco francés en 1.958, y posterior revaluación del marco alemán y del florín holandés en marzo de 1.961), que resaltó la importancia de lo establecido en el artículo 103 del Tratado al considerar la política de coyuntura como una cuestión de interés común.

Se crea, por tanto, un "Comité para la coordinación de la política coyuntural de los Estados miembros" cuya primera función fue el estudio de las incidencias de las políticas coyuntural de un país sobre la situación de los

restantes miembros.

* El **Comité de Política Económica a medio plazo**, que fue creado por una Decisión del Consejo de 15 de abril de 1.964, en un intento de obtener una visión más completa de las influencias mutuas de las políticas de los países miembros, por encima de una simple visión coyuntural.

* El **Comité de Política Presupuestaria**, creado como el anterior por una Decisión del Consejo, ésta de fecha 8 de mayo de 1.964, para el estudio de las directrices de la política presupuestaria de los países miembros, junto al análisis de sus estructuras presupuestarias y su posible mejora.

Los comités de Política Económica a medio plazo y de Política Presupuestaria se integrarían en 1.974 en el Comité de Política Económica, creado por Decisión del Consejo de 18 de febrero de 1.974.

* El **Comité de Gobernadores de Bancos Centrales**, que fue creado en la misma fecha que el anterior, en la siguiente Decisión de Consejo (64/300/CEE), con la misión de institucionalizar dentro de la Comunidad un sistema de consultas mutuas y concertación, y dar cumplimiento a lo establecido en el artículo 105 del texto constitutivo.

Los tres últimos comités vinieron a completar las funciones que desarrollaba el primero, contribuyendo entre todos a la homogeneización de las estadísticas nacionales, encargándoseles la publicación de los distintos indicadores coyunturales de la Comunidad.

Además de la creación de los citados comités, el Consejo de Ministros de la Comunidad aprobó dos Directivas, el 11 de mayo de 1.960 y el 18 de diciembre de 1.962, en desarrollo de los artículos 67 a 73 del tratado, que recogen la normativa sobre libertad del movimiento de capitales, dirigidas a la ampliación de los circuitos financieros intracomunitarios a través de dos regímenes distintos de liberalización, condicional e incondicional, de esos movimientos de capitales, pudiéndose afirmar que son las últimas medidas adoptadas en un régimen de estabilidad financiero-monetaria, ya que a partir de este momento, y hasta la Cumbre de Hannover en 1.988, la práctica totalidad de las medidas adoptadas en este campo respondieron a problemas de carácter internacional, o bien a problemas generados por la propia evolución del sistema europeo, es decir, a los factores externo e interno del problema del sistema monetario en Europa.

En 1.962, una vez comenzada la segunda etapa (1.962-65) del periodo transitorio que llevaría (o habría que decir, debería haber llevado) a la creación de un mercado común el primero de enero de 1.970, el Comité Monetario presentó su Cuarto Informe, en el que instaba a una mayor homogeneización de las estructuras económicas y financieras, y reflejaba la necesidad de lograr una mayor solidaridad entre los países miembros, así como su preocupación por la inestabilidad que podía derivarse de la caída de la cotización real del dólar que se había producido el año anterior.

La Unidad de Cuenta Europea (UCE)

En marzo de ese mismo año se creó la Unidad de Cuenta Europea (UCE) - que en ningún caso puede ser confundida con el ECU, ya que éste último presenta unas características específicas que dan lugar a que, sin serlo, participe de alguna de las propiedades de una moneda, como veremos más adelante, y que la UCE no llegó a alcanzar nunca -. La UCE tuvo su propia versión para el sector agrícola de la Comunidad en la Unidad de Cuenta Agrícola (UCA), y siguiendo las normas establecidas en el sistema de Bretton Woods, definió su valor en términos de oro, y su correspondiente equivalencia en dólares, con lo que era fácilmente traducible a las distintas monedas nacionales y, a su vez, la hacía muy vulnerable a cualquier alteración de la relación entre el oro y el dólar. Esta relación inicial venía dada por:

$$1 \text{ UCE} = 1 \$ = 0,888768 \text{ grs. de oro.}$$

Es a partir de este año, y una vez producida la primera alteración de las paridades de las monedas europeas, a las que ya se ha hecho referencia al hablar de la creación de los diferentes comités, cuando se empiezan a realizar informes de distinto tipo, y con distintas finalidades y orígenes, que van a analizar los diferentes problemas a los que se enfrenta la Comunidad en su evolución, así como plantear soluciones. En la mayoría de los mismos podemos ver comentados los siguientes aspectos:

- El factor interno:

La opción entre la coordinación de las políticas económicas (economicistas) y la unión monetaria (monetaristas), como paso previo para lo-

grar la unión económica y monetaria.

- El factor externo:

La influencia del sistema monetario internacional, y en particular del dólar, sobre el propio sistema europeo.

- El problema de la soberanía:

La necesidad de que los países miembros cedan parte de su soberanía en favor de los organismos comunitarios. Aspecto que adquiere especial relevancia a la hora de establecer una moneda y un banco central únicos.

Memorandum para la Segunda Etapa del Mercado Común

El 24 de octubre de 1.962 la Comisión ante la constancia de que las etapas determinadas para alcanzar un mercado común en 1.970 se iban a ver dificultadas por la falta de una coordinación de las políticas nacionales y la influencia negativa de la evolución monetaria internacional, presenta un informe titulado "Memorandum de la Commission sur le programme d'action de la Communauté pendant la deuxième étape du Marché Commun", en el se abordan importantes aspectos de política monetaria, proponiendo la creación de los mecanismos necesarios para alcanzar la coordinación necesaria entre las políticas económicas de los países miembros y la posible creación a largo plazo de una unión monetaria europea, en la que existiese una moneda europea (postura economicista). Respecto al problema externo, es decir, la evolución del sistema monetario internacional y su influencia sobre las decisiones y propia evolución de la Comunidad no

se aportó ninguna alternativa.

La creación de los tres comités citados en el apartado anterior (de política económica a medio plazo, de política presupuestaria y de gobernadores de bancos centrales) fueron la más importante respuesta a las conclusiones del memorando. Sin embargo, tras lo que parecía el principio de un nuevo proceso integrador (ya que el memorando de 1.962 recogía una etapa que no había sido considerada hasta entonces de forma explícita: la realización de la Unión Económica y Monetaria), se abría una época de estancamiento en la evolución hacia el logro de los fines de la Comunidad. Paradojicamente, serían los serios problemas que se presentaron, derivados tanto de esta atonía como, una vez más, de la evolución del sistema monetario internacional (y la clara decisión de llevar a cabo la integración, eliminando todos los obstáculos), los encargados de que esta etapa de retroceso en el camino hacia la integración acabase.

Ya en Julio de 1.964, la Comisión confió a un grupo de expertos el examen de los problemas planteados por la liberalización de los movimientos de capitales y de la integración de los mercados financieros, recogién dose sus conclusiones en el denominado Informe SEGRE. Este informe indicaba, en líneas generales, que la formación de un mercado europeo de capitales era un requisito previo, y condición necesaria, para que el régimen de pagos basado en tipos de cambio fijos y libertad de transacciones corrientes funcione sin fricciones. Este objetivo, que la Comunidad estaba muy lejos de alcanzar entonces, actualmente es tan sólo un proyecto a medio plazo.

A partir de 1.964 se produjo dentro de la Comunidad una período de estancamiento del proceso de integración, y más clara-

mente de la evolución hacia un espacio monetario europeo, precisamente por el fracaso de una política de libertad de movimientos de capitales dentro del ámbito comunitario, unido a la creciente influencia de las posturas "economicistas" dentro de los organismos comunitarios, y a la inoperancia de los mismos en materia monetaria, que vino a sumarse a una ausencia de una voluntad política para lograr esa mayor coordinación de las políticas económicas (y en particular de las monetarias), que dicha concepción de la integración considera como necesaria. Como bien indican Ricardo Briz de Labra y Domingo Carbajo (98) "... no existe en este período siquiera una concepción firme sobre la necesidad de una política monetaria coordinada a nivel comunitario y mucho menos al planteamiento de un subsistema monetario europeo, autónomo o con ciertas reglas diferentes del SMI". Van a ser problemas derivados de la aplicación de la política agrícola común (PAC) los que van a hacer renacer la idea de la necesidad de alcanzar, al menos, una cierta coordinación monetaria.

Como hemos visto, la inestabilidad monetaria a escala mundial y los movimientos especulativos que la misma generó tuvieron una especial virulencia en el año 1.968. En la Comunidad Económica Europea estos acontecimientos se vinieron a sumar a problemas propios que agravaron el problema. En este año los agricultores franceses obtuvieron una gran cosecha de cereales, pese a lo cual el mercado francés estaba prácticamente desabastecido de grano. La razón de esta paradójica situación había que buscarla, precisamente, en el sistema monetario-financiero y en los efectos perniciosos que en tantas ocasiones tiene sobre la economía real (y que, en no menos ocasiones, se olvidan

facilmente a la hora de adoptar decisiones). Mientras que en Francia se producía esta doble situación de sobreproducción y desabastecimiento, el Fondo Europeo de Orientación y Garantía (FEOGA) estaba adquiriendo constantemente trigo francés al precio de intervención en marcos alemanes, debido a que la moneda germana se había convertido en "moneda refugio" ante el fracaso del "pool" del oro y la creciente desconfianza en el dólar. Esta situación hacía que el marco se revaluase respecto al franco francés y con ello, los agricultores franceses, al cobrar sus productos en la moneda alemana, obtenían una mayor cantidad de francos franceses que si realizaban la venta en Francia, a precio de mercado, en el caso de que se decidiesen a realizar el cambio de moneda (aunque lo que sucedió en realidad es que, ante una expectativa de mayor revaluación del marco, la oleada especulativa contra el dolar a nivel internacional se tradujo a nivel comunitario en una corriente especulativa contra el franco francés, y el cambio a francos franceses no se produjo).

Efectivamente, cuando se modeló la política agrícola común comunitaria basada en los principios de unidad de mercado, preferencia comunitaria y solidaridad financiera, estableciendo un precio "suelo" de garantía por debajo del cual la Comunidad se comprometía a absorber, a través del FEOGA, el exceso de producción y mantener así los precios, se consideró la necesidad de protegerse de las oscilaciones exteriores, para lo cual se pusieron en marcha dos mecanismos reguladores de precios de comercio exterior, los "prélèvement" y las "restituciones", que se suman o restan a la tarifa exterior común si se producen situaciones de exceso o defecto de importaciones o exportaciones, según los casos, que obliguen al FEOGA a actuar en el mercado

interno. Por el contrario no se había previsto la posibilidad de que pudiesen producir desequilibrios derivados de las posiciones relativas de las propias monedas comunitarias, que como hemos visto fueron la causa de la "crisis agrícola" de 1.968.

La situación creada en 1.968 provocó que el 24 de octubre del año siguiente se llevase a cabo una devaluación oficial del franco francés en un 11,11 % y la revaluación del marco en un 9,29 %, pasando ésta última moneda a una situación de flotación antes la excesiva acumulación de reservas, como ya hemos mencionado, lo cual llevó a una mayor apreciación de la misma. Todo ello originó la desestabilización de los precios existentes en el política agrícola común, con efectos muy negativos a corto y largo plazo para los dos países implicados directamente y para los de la Comunidad en general.

Los Montantes Compensatorios Monetarios

Para eludir los problemas creados por esta situación, y lograr que no se volvieresen a repetir, se estableció un procedimiento que, pese a ser bastante complejo, parecía la solución más acertada:

- * Se mantuvieron los primitivos precios en moneda nacional.
 - * Se tomaron medidas para que no se produjeran movimientos de mercancías de carácter especulativo.
- Estas medidas se concretaron en los denominados **Montantes Compensatorios Monetarios (MCM).**

El sistema de montantes compensatorios monetarios se con-

creta en una técnica mixta de impuestos y subvenciones que grava las importaciones y prima las exportaciones de los países cuya moneda se aprecia (Alemania Federal, en el caso de 1.968), mientras que prima las importaciones y grava las exportaciones de los países cuya moneda se deprecia (Francia, en el caso referido), de forma que elimina los estímulos derivados de la diferencias de cambio.

Así, los países importadores netos de productos agrícolas, cuya moneda se deprecie, y los países exportadores netos, cuya moneda se aprecie, obtienen pagos del FEOGA en concepto de montantes compensatorios que superarán a los ingresos. Por el contrario, los países importadores netos, cuya moneda se aprecie, y los exportadores netos, cuya moneda se deprecie, reciben pagos del FEOGA inferiores a los ingresos.

Este procedimiento que supone, en definitiva, un alejamiento de la idea de un "precio único" para los productos agrarios, base de toda la política común agrícola comunitaria (y el único objetivo de coordinación de políticas -si bien sectorial- que se había alcanzado en esa fecha -con independencia del establecimiento del arancel común y la introducción del impuesto sobre el valor añadido-), se estableció, en principio, con carácter "temporal", estableciéndose el año 1.971 como límite para su desaparición, una vez que los países hubiesen adaptado su política de precios a la nueva situación. Sin embargo, no sólo no desaparecieron sino que, ante la creciente inestabilidad monetaria, se institucionalizaron, siendo regulados reglamentariamente por la Comisión y complicándose su cálculo ante el hecho de que se establecían distintos procedimientos según las monedas afectadas estuviesen dentro de la "serpiente monetaria" (y

posteriormente dentro del SME), o en régimen de flotación, fuera de ella. El Sistema Monetario Europeo recoge los montantes compensatorios monetarios nuevamente con un carácter de transitoriedad, fijándose para las monedas integradas en el mismo como la diferencia entre los tipos de cambio "verdes", propuestos como representativos por los países, y aceptados por el Consejo, y el tipo de cambio pivotes-ECU. Para los países que no pertenecen al mismo el cálculo se realiza semanalmente.

Los montantes compensatorios monetarios no fueron, ni son en la actualidad, la solución a los problemas derivados de las alteraciones en los mercados de cambio, teniendo además efectos perniciosos, a medio y largo plazo, sobre las rentas agrícolas, el desarrollo de la propia agricultura y el presupuesto comunitario (que resulta insuficiente para financiar su elevado coste), lo que llevaría a Francia, pese a ser el país que había propiciado su instauración, a exigir su desaparición antes de la puesta en marcha del Sistema Monetario Europeo, si bien esta exigencia quedó reducida a la solicitud de su gradual desaparición. Las razones de esta solicitud fueron las siguientes:

- Al no ajustarse los tipos de cambio "verdes" a los tipos de mercado, los agricultores franceses (pertenecientes a un país exportador neto de productos agrícolas cuya moneda se deprecia) se venían perjudicados en relación con los agricultores de aquellos otros países cuyas monedas se apreciaban.

La depreciación de la moneda encarece las importaciones, con lo que aumentan los costos de producción. Al tener, por lo general, una tasa de inflación más elevada que los

restantes miembros, el coste de la vida será también mayor y las rentas de estos agricultores tendrán un poder adquisitivo menor al de las rentas percibidas por los agricultores de países cuyas monedas se ven apreciadas.

- Los montantes compensatorios monetarios provocan un abaratamiento relativo de las importaciones de países que no pertenecen a la Comunidad, por lo que agravan los problemas que plantea la aplicación del principio de preferencia comunitaria.

- El coste financiero de estos instrumentos es cada vez más elevado, y resulta especialmente perjudicial para los países exportadores netos de productos agrícolas cuya moneda se deprecia, mientras que resultan subvencionadas las exportaciones de esos países si su moneda se aprecia.

Precisamente, ésta fue la razón primordial por la que el Sistema Monetario Europeo no pudo entrar en vigor el día primero de enero de año 1.979, retrasándose su funcionamiento hasta que en el mes de marzo se llegó a un acuerdo verbal (que posteriormente no fue cumplido) en el que se preveía:

- * La supresión de los montantes compensatorios monetarios en un plazo de cuatro años.
- * La aplicación, en el caso de revaluación de una moneda fuerte, de una franquicia del 1 % para la determinación del montante creado.
- * El desmantelamiento de todos los montantes creados a partir de la puesta en marcha del Sistema

Monetario Europeo en un plazo de dos años.

Se establecía también que la desaparición de los montantes compensatorios monetarios no debería conducir, en ningún caso, a un descenso de los precios agrícolas en moneda nacional, de forma que al producirse la misma los países con moneda fuerte deberán elevar sus precios comunes expresados en ECUs. Es esta la principal razón por la que la República Federal Alemana, ante el peligro inflacionista que esta medida conlleva se opuso, y se opone, a la desaparición de estos instrumentos compensatorios.

Dado que no es posible suprimir el sistema de montantes establecido, positivos y negativos, sin perjudicar a algún país, sólo un acuerdo global, que tenga en cuenta los perjuicios que a nivel comunitario tiene su mantenimiento, por encima de los beneficios nacionales que se deriven de los mismos, permitirá su desaparición. Lógicamente, el establecimiento de una paridad fija de los tipos de cambio o el establecimiento de una moneda única llevaría aparejada la pérdida de razón de ser de los mismos.

La respuesta al problema interno: Planes Barre y Werner

Pero la crisis comunitaria de 1.968 provocó, junto a medidas a corto y medio plazo, una vuelta a la idea de la unión monetaria, que fue recogida en una serie de informes y planes cuyo objetivo común era avanzar en el proceso de unificación monetaria en Europa. A estos planes e informes vamos a referirnos, aunque de forma breve, a continuación.

EL PLAN BARRE

En respuesta a la crisis de 1.968, que obligó a Francia a la adopción de un control de cambios tras la devaluación del franco en 1.969, y tras el reconocimiento por parte del Consejo de la necesidad de lograr una creciente convergencia de las políticas económicas de los países comunitarios, la Comisión presentó a aquel, el 12 de febrero de este último año un "Memorandum sobre la coordinación de las políticas económicas y de la cooperación monetaria en el seno de la Comunidad", conocido con el nombre de Plan Barre, cuya base teórica se concretaba en la idea de que la Europa Comunitaria reunía ya entonces las dimensiones precisas para poder alcanzar un espacio monetario, por lo que era posible afrontar la creación de una moneda europea fuerte, comparable con el dólar, y tender a la creación de una zona monetaria, dentro del sistema monetario internacional, de carácter local. El Plan Barre trataba de resolver las lagunas existentes en los planes de coordinación monetaria, así como la falta de un espíritu de solidaridad entre los países de la CEE, indispensable para avanzar en el camino de la integración monetaria. Este plan, considerado como el punto de partida para la construcción de la unión monetaria en Europa, buscaba lograr la coherencia en las decisiones de los distintos países, no obligando a practicar una política idéntica a todos los países, lo cual hubiera sido imposible entonces -tanto como lo es en la actualidad-, sino buscando que la evolución de las economías de todos los países se ajustase a normas indicativas comunes, destinadas a prevenir los desequilibrios, más que a corregirlos (en un reflejo de la planificación indicativa francesa). Para lograrlo, la ayuda financiera se constituiría en piedra angular

de la coordinación monetaria, estableciéndose unas líneas de crédito a corto plazo junto con una ayuda financiera a medio y largo plazo, con un carácter limitativo, las primeras, y condicional, las últimas. Se intentaba así que los países no adoptasen medidas nacionalistas en caso de crisis, al tiempo que se establecía un sistema de consultas previas a cualquier alteración de los tipos de cambio.

En la Conferencia de La Haya, celebrada los días 1 y 2 de diciembre de 1.969, a propuesta del canciller Willy Brandt, se aceptó la propuesta de establecer una Unión Económica y Monetaria Europea por etapas, y sustituir las aportaciones financieras de los países miembros por recursos comunitarios, elaborándose un Plan por etapas para la creación de una Unión Económica y Monetaria, basado en el Plan Barre, en el que se fijaba el año 1.978 para la realización del objetivo trazado (una fecha que entonces parecía lejana y que, posteriormente, se mostró insuficientemente separada en el tiempo para lograr un objetivo tan difícil, debiéndonos congratularnos de que, al menos, se logró en ese año la creación del Sistema Monetario Europeo).

Se intentaba avanzar en el proceso de integración mediante una posición intermedia entre las posturas "economicistas" y "monetaristas", abordando paralelamente problemas de coordinación económica y aspectos financieros, y manteniendo como objetivo el logro de una estabilidad de cambios. Las etapas que se contemplaban en este Plan, presentado el 4 de marzo de 1.970, eran las siguientes:

- * De 1.970 a 1.971 se tomarían las medidas precisas para lograr la coordinación presupuestaria y fis-

cal necesaria para acelerar la unificación de los mercados de capitales

* De 1.972 a 1.975 se desarrollaría la etapa decisiva en la que se trataría de lograr la convergencia de las políticas económicas nacionales:

- Reduciendo al $\pm 0,5$ % los márgenes de fluctuación de las monedas comunitarias.
- Elaborando de forma conjunta las líneas directrices de la política de crédito.
- Vigilando la correcta utilización de los Derechos Especiales de Giro asignados a los países miembros.

* A partir de 1.975 se pondría en marcha la Unión Monetaria, una vez que las etapas anteriores se hubiesen alcanzado, de forma que los capitales circularían libremente, las trabas fiscales habrían desaparecido y los márgenes de fluctuación de las monedas se habrían reducido hasta desaparecer (no contemplándose, por tanto, la existencia de una moneda única).

Todo ello acompañado de los cambios institucionales y políticos necesarios para transferir a la Comunidad las competencias precisas para conseguir la unión deseada, de forma que una vez transcurridos los diez años anteriores se hubiesen alcanzado los objetivos previstos, que se concretaban en los siguientes puntos:

* El establecimiento de un "espacio económico sin fronteras", en el ámbito interno de la Comunidad.

* La formación de una unidad económica y monetaria de cara al exterior, mediante el correspondiente traspaso de competencias hacia la Comunidad por parte de los países miembros.

No es necesario destacar que este ambicioso plan no tuvo su reflejo en realidades concretas y definitivas, estando los objetivos que se marcaba todavía muy lejos de ser conseguidos en la actualidad.

EL PLAN WERNER

El Consejo, siguiendo las directrices de la Conferencia de La Haya, y basándose en las propuestas de la Comisión, constituyó un grupo de trabajo, el cual presentó el 20 de mayo de 1.970 un Informe Preliminar sobre la creación de la unión económica y monetaria. El mismo fue sometido al Consejo y a la Comisión el 8 de octubre de ese mismo año bajo el título Informe Final sobre la Realización por Etapas de la Unión Económica y Monetaria en el seno de la Comunidad, que se conoce con el nombre del presidente del mencionado grupo de trabajo, el ministro de finanzas de Luxemburgo, Pierre Werner.

En este informe se avanzaba de forma sustancial respecto a lo que se había considerado realizable en el Plan Barre, ya que presentaba la necesidad de lograr, con carácter irreversible, una coordinación de las políticas económicas y monetarias (lo

que supone una posición ecléctica, o intermedia, entre las posturas monetaristas y economicistas). Así, partiendo de un proceso de integración en tres etapas, dirigido a formar un espacio económico sin fronteras, una vez que se hubiese comenzado el camino hacia la siguiente etapa, lo alcanzado en la etapa ya finalizada era un "logro irrenunciable". La meta final tendría como aspecto a destacar el de la implantación de una moneda europea única.

En el propio informe se establecían cuales debían ser las actuaciones en la primera etapa:

- * La realización de una serie de consultas dirigidas a lograr una mayor coordinación de las políticas de los estados miembros, cuyos logros se reflejarían en un informe anual.

- * Avanzar en la coordinación de las políticas monetarias y crediticias.

- * Desarrollar un mecanismo de ayudas financieras a medio plazo.

- * Tender hacia una política monetaria común

- * Avanzar hacia una creciente libertad de movimiento de capitales.

Según el Plan Werner los tres puntos que, en el plano monetario, deberían abordarse en la primera etapa eran:

- * La reducción de los márgenes de fluctuación de las monedas comunitarias (que el Plan Barre situaba en la segunda etapa).

* La creación de un Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), responsable de la financiación del proceso.

* La coordinación de las políticas monetarias de los países comunitarios.

Como se ha indicado, el Plan Werner destacaba que la unificación económica y monetaria de la Comunidad sería progresiva e irreversible, y fijaba un nivel mínimo de integración que permitiría conocer si se había logrado el objetivo. Este objetivo serviría de base del procedimiento de "consultas", de carácter obligatorio, que se establecía en el mismo, mediante el cual se podría orientar la formación de decisiones nacionales de acuerdo con los puntos de vista comunitarios. En definitiva, en el informe se dejaban ver, de una u otra forma, las condiciones necesarias para la creación de un área monetaria europea, es decir, la existencia de una moneda única, y una máxima autoridad monetaria, con el poder de emitir dicha moneda, la armonización fiscal y la coordinación monetaria.

La Comisión no asumió las propuestas del informe acerca de la creación inmediata de un "Sistema Comunitario de Bancos Centrales" y de un "Centro de Decisión de la Política Económica", si bien adoptó sus propuestas sobre el programa de la primera etapa, estableciendo que el paso a la etapa siguiente se haría de acuerdo con lo conseguido, lo que tras la apariencia de un razonable pragmatismo escondía la ausencia de la voluntad política de alcanzar los objetivos.

La respuesta al problema externo: las "serpientes monetarias"

Los problemas surgidos durante la primera etapa y las soluciones que se dieron a los mismos, que se vieron condicionadas por la crisis del Sistema de Bretton Woods en 1.971, que ya hemos comentado, van a ser las que logren, en definitiva, una cierta coordinación monetaria dentro de la Comunidad ante la necesidad de constituir un cierto sistema monetario a nivel "regional" que supliese al que entraba en crisis, logrando una zona de estabilidad dentro de un ambiente de inestabilidad internacional, lo que no se logró plenamente.

Sin embargo, para llegar a esa tímida reacción coordinadora mencionada, previamente los países comunitarios trasgreden todos los puntos recogidos en las decisiones adoptadas a nivel comunitario como consecuencia del Plan Werner. Así, el marco alemán y el florín holandés pasan a un sistema de flotación de sus cambios, se introducen restricciones al movimiento de capitales, las autoridades económicas de los distintos países adoptan medidas, de muy variado signo, para evitar que la crisis de 1.971 les afecte de forma especial, etc. Todo ello, como es lógico, sin esperar a realizar las consultas "previas" que en el informe, y las decisiones derivadas de él, se recogían.

La crisis de 1.971 forzó a los países comunitarios a considerar el aspecto externo de la integración, como la crisis de 1.968 les obligó a prestar atención, e intentar resolver, los problemas internos. La dependencia europea respecto a la divisa americana en el contexto de la inexistencia de unas reglas internas de carácter monetario suponían la imposibilidad no sólo de avanzar en el proceso de integración europea, sino de mantener los logros, de todo tipo, alcanzados hasta ese momento.

"LA SERPIENTE MONETARIA EN EL TUNEL"

Como ya se ha indicado anteriormente, en agosto de 1.971, el presidente de los Estados Unidos Richard Nixon declaró la inconvertibilidad temporal del dólar americano, y en diciembre de ese mismo año se firmaron los Acuerdos de Washington. La ampliación de los márgenes de fluctuación de las monedas del 1 % al 2,25 % (en más o menos), nacida de esos Acuerdos de Washington era contraria a los objetivos básicos de la Comunidad Económica Europea, pues la mayor amplitud de fluctuación significaba que entre las monedas comunitarias se podría llegar a una "desviación instantánea" (separación de dos monedas entre sí en un momento dado) del 4,5 % , lo que se podía traducir en una "desviación dinámica" (separación que puede producirse a lo largo de un periodo de tiempo si las monedas ocupan los límites opuestos de la banda, pasando posteriormente a situarse en el límite contrario, cada una de ellas) superior al 9 % , si las intervenciones de los bancos centrales en los mercados se realizaban utilizando el dólar. Estas posibles desviaciones constituían un obstáculo para la armonización de las políticas económicas, cuya convergencia era un requisito necesario para la realización progresiva de la unión económica y monetaria, y hacía casi imposible la coordinación y armonización de la política agrícola común.

Previamente a la implantación general (no completa) del mecanismo del sistema de la "serpiente en el tunel", el día 21 de agosto de 1.971 los países del Benelux (Belgica, Holanda y Luxemburgo) habían establecido unos límites mutuos de fluctuación entre el florín holandés y el franco belga (y como consecuencia

de ello, respecto al franco luxemburgués, que mantiene su paridad respecto al belga).

Ante todas estas circunstancias, la Comunidad decidió plantear un informe conocido como **Informe Ansiaux**, elaborado por el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales un año antes, en el que se planteaban tres opciones para alcanzar la Unión Monetaria:

- * El establecimiento de una moneda única europea.
- * La vinculación de las monedas europeas mediante un sistema de tipos de cambio fijos.
- * La fijación de unos márgenes de fluctuación entre las monedas comunitarias, inferior al que existía entre las restantes monedas mundiales.

Dentro de esta última opción se plantearon tres alternativas:

- Reducir, simplemente, el margen de fluctuación de cada moneda respecto al dólar.
- Fijar una paridad comunitaria respecto al dólar de forma periódica, que sirviese de referencia a cada una de las monedas.
- El mecanismo de la serpiente en el túnel.

Quedaba así clara la voluntad de la Comunidad de instaurar su propio régimen de cambios dentro del sistema monetario internacional, lo que se logró en el **Acuerdo de Basilea** firmado el 12 de abril de 1.972, que establecía márgenes de fluctuación

de las monedas comunitarias entre sí inferiores a las que permitía el Fondo Monetario Internacional, al mismo tiempo que aceptaba la intervención en los mercados de cambios en la propia moneda de los países comunitarios. El sistema "regional" descrito es conocido como la "SERPIENTE MONETARIA EN EL TUNEL" identificándose el "túnel" con el sistema monetario internacional y asimilando la "serpiente" al sistema de flotación comunitario, que se mueve dentro del mismo.

El 24 de abril de 1.972 se produjo la entrada en vigor del mecanismo en aplicación del Acuerdo de Bale de 10 de abril del mismo año. Inicialmente participaron en el mismo los seis países fundadores de la Comunidad. El primero de mayo siguiente se produjo la inclusión de las monedas británica, irlandesa y danesa, asociándose a la "serpiente" la corona noruega el 23 de ese mismo mes, si bien tres de estas monedas tardaron bien poco en retirarse el mismo ya que las libras esterlina e irlandesa lo hacían el 23 de junio y la corona danesa se retiró el 27 de ese mismo mes, aunque regresando el 10 de octubre. Fue, sin embargo, la retirada de la lira italiana de la "serpiente", el 13 de febrero de 1.973, lo que marcó, a la par de la desaparición del Sistema Monetario de Bretton Woods, el final del sistema de la "serpiente en el túnel".

El sistema se concretaba en la existencia de una doble limitación para la fluctuación de las monedas:

El TUNEL, que venía determinado por la relación de cada moneda con el dólar (que se situaba en el centro del túnel), fijaba unas "paredes" en los márgenes resultantes de aplicar el $\pm 2,25\%$ a la paridad con

el dólar.

La SERPIENTE, que recogía la relación de las monedas comunitarias entre sí, cuya fluctuación era del mismo porcentaje que el del SMI, pero entre dos monedas del sistema, no respecto al dólar. Por tanto, el centro de la "serpiente" estará siempre dentro del túnel y, al menos, a una distancia del 1,125 % de su "pared", en función de las diferentes posiciones en que se encuentren las distintas monedas integradas en el sistema.

Como consecuencia de este funcionamiento podemos distinguir tres situaciones:

- * Una moneda se sitúa en la "pared del túnel".
Esto obliga a todas las demás a moverse entre esa "pared" y el "centro del túnel", que coincidirá con la "piel de la serpiente".
La "serpiente" se moverá por un solo lado del "túnel", precisamente aquel en el que se sitúa la moneda mencionada.
- * Bastará que una de las monedas no esté situada en el "centro del túnel" para que ninguna de las demás pueda alcanzar la "pared" opuesta del mismo.
- * Si dos monedas están situadas en la "piel" de la serpiente, de forma que los bancos centrales de los países respectivos se ven forzados a intervenir, ninguna moneda alcanzará las

"paredes del túnel" (si suponemos que las dos monedas referidas están separadas de las mismas).

Pero este sistema de doble limitación exigía una vigilancia permanente de los bancos centrales comunitarios que se tradujo en una doble obligación de intervenir en las siguientes condiciones:

- 1) Cuando lo que se trataba era de mantener el margen entre dos monedas comunitarias, los dos bancos centrales deben intervenir simultáneamente, logrando un impacto rápido.
- 2) Cuando lo que se trataba era de mantener la distancia entre el dólar y cualquier otra moneda, la obligación recaía exclusivamente sobre el banco central del país cuya moneda se desviaba.

Inicialmente se exigía intervenir únicamente en monedas comunitarias, pero a partir de enero de 1.973 se levantó esta limitación (aunque ya el 26 de junio de 1.972 se había permitido a Italia que no utilizase su moneda para mantenerla dentro de los límites cambiarios).

El sistema de intervención, por tanto, se concretaba en:

- * La intervención en moneda comunitaria para mantener el margen de fluctuación en la "serpiente".
- * La actuación de los bancos centrales en los mercados internacionales mediante la compra-venta

de dólares, para mantenerse en el "túnel".

Pero el sistema, que sirvió en un primer momento para superar la inestabilidad monetaria internacional, empezó pronto a desmoronarse una vez que el Sistema Monetario Internacional de Bretton Woods tocaba a su fin, y ya en 1.972 la libra esterlina y la irlandesa iniciaron una flotación individual fuera de este sistema de la Comunidad, siguiéndolas en 1.973 la lira italiana, mientras que las restantes monedas entraron en un régimen de "flotación conjunta" frente al dólar, 'rompiendo las paredes del túnel' e incorporando dentro de la misma a la corona danesa y la noruega.

Pese a que las circunstancias no eran, evidentemente, las apropiadas, las conclusiones de la cumbre de 1.972 recogía que durante el año 1.973 deberían adoptarse las disposiciones necesarias para permitir el paso a la segunda etapa de la unión económica y monetaria, que debía iniciarse el primero de enero de 1.974, para culminar al finalizar el año 1.980. La reacción de los "economicistas", con Alemania a la cabeza, seguida de cerca por el Reino Unido, no se hizo esperar, introduciendo la idea de que eran más necesarios reajustes sectoriales que facilitar la coordinación de las políticas económicas que afrontar la segunda etapa establecida en el Plan Werner, más cuando las condiciones eran totalmente distintas. Esta concepción derivó en la posterior creación del Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER). Sin embargo, si existió una cierta unanimidad sobre la necesidad de crear un órgano comunitario, independiente de los países miembros, cuya función principal se encauzase a la regulación monetaria y su financiación. A esta idea va a

responder la creación del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), como un organismo independiente, "embrión" de un futuro banco central europeo.

Resulta especialmente interesante el preámbulo del Reglamento del Consejo de la CEE 907, de 3 de abril de 1.973, por el que se crea el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria. Como objetivo del mismo figura el de contribuir a la realización por etapas de la unión económica y monetaria, caracterizada en su fase final en lo relativo a sus aspectos monetarios:

- Por la convertibilidad total e irreversible a un tipo de cambio irrevocable de las monedas europeas entre ellas, o bien
- por la creación de una moneda común.

LA "SERPIENTE MONETARIA 'SIN TUNEL'"

La devaluación del dólar respecto a los Derechos Especiales de Giro en un 10 %, que se produjo el 13 de febrero de 1.973, y supuso el final del Sistema de Bretton Woods, obligó a los países comunitarios a cerrar sus mercados de cambios entre los días 1 y 18 de marzo de ese año, tras lo cual se acordó mantener el vínculo nacido del Acuerdo de Basilea, lo que constituyó el sistema de la SERPIENTE MONETARIA 'SIN TUNEL', cuya duración se extendería hasta la creación del Sistema Monetario Europeo.

En este contexto, una vez perdida la referencia del dólar como centro de fluctuación de las diferentes monedas, solamente perduraba la obligación de limitar las fluctuaciones entre las diferentes monedas comunitarias, es decir, se mantenía la "serpiente", pero desaparecía el "túnel" por el cual "se veía obli-

gada a evolucionar". La inestabilidad que se derivó de esta situación quedó claramente reflejada por los continuos cambios que se produjeron en las paridades de las monedas del sistema hasta la implantación del **Sistema Monetario Europeo** en el año 1.978, y aún después, así como en el abandono, y posterior reingreso, del franco francés. Como ya se ha indicado anteriormente, junto a la desaparición del Sistema de Bretton Woods, el 13 de febrero de 1.973, la lira italiana decide abandonar el sistema de la "serpiente". El 12 de marzo de ese mismo año, tras una revaluación del marco alemán de 3 %, el Consejo de la Comunidad decide mantener el sistema de flotación conjunta de las monedas comunitarias, con los límites de fluctuación del 2,25 % . Sin embargo, las monedas que previamente habían abandonado el sistema (la libra esterlina, la libra irlandesa y la lira italiana) continúan flotando libremente. Dos días después la corona sueca se integra en la "serpiente". Dentro de este mismo año se produjeron tres revaluaciones respecto a la UCE: un 5,5 % el marco alemán, el 29 de junio (que se sumaba a la inicial de febrero); un 5 % el florín holandés, el 17 de septiembre; y un 5 % la corona noruega, el 16 de noviembre.

El 19 de enero de 1.974 el gobierno francés retira el franco del sistema de la "serpiente" al no poder mantener su moneda dentro de los límites fijados por el mismo, y no reingresaría hasta el 10 de julio de 1.975, para volverse a retirar el 15 de marzo del año siguiente.

El 17 de octubre de 1.976 se produjo el denominado "**realineamiento de Francfort**", que supone el comienzo de una etapa de continuas alteraciones de las paridades de las monedas del sistema respecto a la Unidad de Cuenta Europea (UCE), poniendo de

manifiesto las deficiencias del sistema adoptado. Así, el marco alemán se revaluó el 2 % y la corona danesa el 4 % , mientras las coronas danesa y sueca se devaluaron el 1 % , para posteriormente devaluarse el 1 de abril de 1.977, el 3 % y el 6 %, respectivamente, junto a la corona noruega, que también se devaluó el 3 %. El 28 de agosto de ese mismo año la corona sueca abandona el sistema, al mismo tiempo que se produce una nueva devaluación de las coronas danesa y noruega, del 5 %. El 13 de febrero de 1.978 se produce la enésima devaluación de la corona noruega respecto a la UCE, del 8 % (acumulando un 16 % de devaluación en menos de un año). Al finalizar el año resulta claro que la situación es insostenible, una vez que el 17 de octubre el marco alemán experimentase una nueva revaluación del 4 % acompañado del florín holandés y del franco belga, con un 2 %. El 12 de diciembre de ese mismo año Noruega abandona el sistema.

Pero el Consejo Europeo, en su reunión de los días 4 y 5 de diciembre de 1.978, había adoptado una resolución relativa a la instauración de un sistema monetario europeo que, en la práctica, supuso el principio de solución a esta inestabilidad, y que veremos más adelante.

La respuesta global al problema: Informes Marjolin y Tindemans

Logicamente, durante todo este periodo de inestabilidad se realizaron una serie de trabajos y análisis de los problemas, siguiendo la línea de los vistos anteriormente, que van a constituir la base teórica del Sistema Monetario Europeo, y de los que es necesario tener en cuenta sus rasgos principales en el aspecto monetario (ya que, por lo general, realizaban un análisis

sis más amplio). Los dos más importantes, por su posterior influencia, fueron los denominados informes Marjolin y Tindemans.

EL INFORME MARJOLIN

Junto a la reducción de los márgenes de fluctuación entre las monedas de los países miembros de la CEE, existían otros dos problemas que debían solucionarse en la primera etapa establecida tanto en el Plan Barre como en el Plan Werner, y que no habían tenido la solución deseada. Esos dos problemas eran la creación de un fondo europeo de reserva (que ya propusiera en 1.960 Robert Triffin, y la coordinación de las políticas monetarias nacionales (que se consideraba como requisito previo para la realización de la unión monetaria por el Plan SHILLER). De hecho, como hemos visto en la exposición realizada, ninguno de estos dos objetivos se logró alcanzar, no ya en la primera etapa prevista, sino en la segunda (si esta se hubiese desarrollado como tal).

El hecho evidente de que la flotación conjunta de las monedas no servía, por sí sola, para unificar las políticas monetarias llevó a la Comisión a solicitar un estudio sobre la situación de la unión económica y monetaria, formándose para ello un "grupo de reflexión", presidido por el antiguo vicepresidente de la Comisión, Marjolin, bajo el lema "Unión Económica y Monetaria 1.980".

El Informe MARJOLIN, tras reconocer ciertos progresos, sobretudo en materia de cooperación entre bancos centrales, llegó a la conclusión de que los esfuerzos emprendidos no había dado resultado existiendo un retroceso, más que un avance, en el proceso de integración, debido principalmente a las siguientes

causas:

- Una evolución internacional adversa, que se ha traducido en una inestabilidad general de los mercados de divisas.
- Una ausencia de voluntad política de superar los obstáculos que se presentan en un proyecto de integración de este tipo.
- Una insuficiente comprensión de las condiciones necesarias para alcanzar una unión monetaria, y de las implicaciones que el periodo de integración requiere (no resultando tan "asequible" como lograr una unión aduanera).

Por ello, en el Informe Marjolin se propuso que, mejor que la elaboración de un nuevo plan, se debería insistir en los objetivos propuestos por los planes anteriores, estableciendo un orden de prioridades y diseñando una política a corto plazo para afrontarlos. Junto a esta estrategia, proponía acelerar la integración de la política monetaria mediante la creación de un Fondo de Estabilización de Cambios y de una Unidad de Cuenta Europea, formada por una cesta de monedas comunitarias, de forma semejante a como se definían los Derechos Especiales de Giro en el FMI, actuando sobre los tipos de interés aplicados a los saldos de cada moneda para evitar la tendencia de la "cesta" a apreciarse respecto a las monedas débiles y depreciarse frente a las fuertes.

La cooperación respecto a las alteraciones de la paridad de las diferentes monedas, que estaban constituyendo en sí mismas uno de los grandes problemas con el que se enfrentaba el siste-

ma de la "serpiente", y la necesidad de adoptar medidas de política monetaria por parte de los países que experimentaban un mayor nivel de inestabilidad cambiaria (como reflejo de problemas internos en la mayoría de los casos); el establecimiento de unas reglas comunes para la fluctuación de los tipos de cambio, que los países comunitarios se comprometiesen a cumplir, tomando las medidas necesarias para su buen funcionamiento; y la necesaria creación de un organismo que actuase como fondo de compensación en el mercado de cambios de la Comunidad, constituyan la terna de requisitos necesarios para superar la inestabilidad que estaba experimentando el mercado financiero-monetario de la Comunidad. Estas ideas expuestas en 1.975 en el Informe Marjolin en 1.975 debieron esperar a la entrada en vigor del Sistema Monetario Europeo, en 1.979, para ser llevadas a efecto, al menos parcialmente.

EL INFORME TINDEMANS

Con anterioridad a la presentación del Informe Marjolin, los Jefes de Estado y de Gobierno de los países comunitarios, acordaron, en 1.972, solicitar de la Comunidad un informe sobre las posibilidades de avanzar hacia una Unión Europea, y en las siguientes reuniones que mantuvieron, en Copenhague, en 1.973, y París, en 1.974, se insistió en este objetivo. De forma paralela, en esta última cumbre, celebrada en París en diciembre de 1.974, se solicitó la elaboración de un informe que resumiera los anteriores y reflejara el resultado, siendo el primer ministro belga Leo TINDEMANS el encargado de presentarlo. Este análisis, conocido como Informe Tindemans, fue entregado al Consejo Europeo el 29 de diciembre de 1.975, siendo hecho pú-

blico el 7 de enero siguiente, y no siendo discutido hasta el 29 de noviembre de 1.976, es decir, prácticamente dos años después de haber sido solicitado.

En el Informe Tindemans se recogía un doble objetivo:

- * Establecer una perspectiva de conjunto, que constituyese un marco de actuación para los países miembros.
- * Programar determinadas actuaciones concretas, sobre las que se establecían ciertas obligaciones para los países comunitarios.

El informe contemplaba la existencia de un mecanismo de reducción de los márgenes y consideraba que, para lograrlo, sería necesaria la consolidación de la "serpiente monetaria", la reafirmación de su carácter comunitario, junto con la extensión de su acción a los elementos claves de la política económica. Para poder conseguirlo, el funcionamiento y control del sistema de la "serpiente monetaria" debía ser realizado por las instituciones comunitarias, extendiéndose las obligaciones a las políticas monetaria y presupuestaria internas de los países miembros. Así, las decisiones sobre posibles variaciones de los tipos de cambio debían ser tomadas de común acuerdo (no estableciendo meras consultas) por los países comunitarios, y no debía abandonarse la flotación conjunta salvo en caso de "crisis manifiesta", aceptada a nivel comunitario. Junto a esto, se tendrían que eliminar progresivamente todos los obstáculos a la libre circulación de capitales.

Como contrapartida a todas estas obligaciones, los mecanismos de apoyo a corto y medio plazo entre los países miembros deberían ser automáticos, aumentando las actividades y eficacia del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), que debía constituirse en el embrión de un futuro banco central europeo.

Todas estas medidas fueron el punto de partida para otras etapas más importantes con unas características definitorias, que se concretan en dos puntos principales:

- * Abordar los problemas globalmente y de forma equilibrada.
- * El carácter irreversible de cada etapa conseguida, de forma que cada paso dado haga más fácil alcanzar el objetivo único final.

El Informe Tindemans constató además el estancamiento que había experimentado la idea de la integración europea, y planteó por primera vez la posibilidad de que se produjese una evolución dual de la Comunidad (lo que se ha conocido como una "Europa a la carta" o "Europa de dos velocidades"), que introduciría un factor distorsionante que atentaría contra el propio espíritu integrador de la misma. En el informe se puso de manifiesto la existencia de graves diferencias entre los países miembros que deberían tenerse en cuenta en el futuro a la hora de afrontar los problemas: los muy diferentes grados de desarrollo de los países comunitarios, que reproducían a nivel regional el problema "norte/sur" (sin la trágica diferencia que existe a nivel mundial, pero con contrastes muy marcados); la existencia de monedas fuertes y débiles, que reflejaban el problema del ajuste experimentado a nivel mundial en el Fondo Mo-

netario Internacional; las dispares políticas económicas seguidas por los países miembros, sin tener en cuenta su pertenencia a una asociación de carácter supranacional que exige responsabilidad frente a los socios. Todos estos problemas están todavía presentes, si bien la existencia del Sistema Monetario Europeo a permitido, a juicio del autor de este trabajo, suavizar su efectos nocivos y facilitar un acercamiento entre los países miembros.

En definitiva, puede comprobarse fácilmente que el Informe Tindemans, con un carácter fundamentalmente político, trató de dar una visión de conjunto a la unión europea, los obstáculos para alcanzarla y los medios para realizarla, concretando tres líneas de actuación básicas:

- * La definición de un acuerdo sobre los fines y las características de la unión europea, correspondiendo a los gobiernos nacionales de los países miembros y a las instituciones comunitarias su logro.
- * La puesta en práctica de las actuaciones acordadas, de forma que se eviten los problemas derivados de los incumplimientos generalizados de los acuerdos.
- * El reforzamiento del aparato institucional, como garantía para el logro del objetivo final.

Todas estas actuaciones llevarán aparejadas, inevitablemente, la sensación en algunos países de que corren más riesgos y obtienen a cambio beneficios menores. Esta sensación sólo puede

ser compensada con la seguridad, al menos teórica, de que la creación de la unión europea solidaria y fuerte que el informe recogía, iba a suponer una ventaja política y económica general de la que se derivaría, si el proceso era irreversible, el fin del continuo proceso de pérdida de peso relativo internacional de los países europeos en el contexto mundial.

OTROS INFORMES

Junto a los dos informes contemplados, durante los años que transcurren desde la desaparición del Sistema de Bretton Woods hasta la creación del Sistema Monetario Europeo, se presentaron una serie de trabajos dirigidos a dar solución a los múltiples problemas con los que se enfrentaba la Comunidad, que no tuvieron en la práctica ninguna relevancia, pero que resulta interesante tener en cuenta:

* A finales de 1.974 se presentó el denominado Plan Fourcade, en el que se propugnaba la conservación del sistema de la "serpiente monetaria", sustituyendo al desaparecido "túnel" por una nueva limitación de carácter más amplio (que, posteriormente se asimiló a una "boa"), en el que se integrarían todas las monedas comunitarias que no estuviesen en el mecanismo interno.

Se planteaba asimismo la necesidad de definir una nueva unidad de cuenta europea, cuyo valor respecto al dólar americano se garantizaría mediante la intervención conjunta de los países comunitarios para mantener a la divisa americana dentro de un "nivel comunitario".

* El Proyecto Duisenberg (que recibe su nombre del

ministro de hacienda holandés, y presidente del Consejo de Ministros de Economía de la CEE), defendía la coordinación de las políticas de los países miembros mediante la creación de "zonas" en las que se integrarían las diferentes monedas, y cuyo abandono exigiría hacer uso de un procedimiento de consultas con los demás países.

* Los denominados Informes Optica (Optimum Currency Area), que destacaban la interrelación entre los componentes monetario y real de la economía y la necesidad de avanzar en ambos campos conjuntamente.

* La propuesta de J. Ribaud de crear el Eurostable, moneda paralela (común) con poder de compra constante y cuya emisión correspondería a un grupo de bancos privados.

* La implantación progresiva de una moneda "única", denominada "Europa", presentada por la Liga Europea de Cooperación en un proyecto en el que participó Robert Triffin, que defendía la utilización generalizada de la misma en las operaciones financieras públicas así como su convertibilidad general.

Sin embargo, ninguna de estas otras ideas tendría una continuación, si bien alguno de sus aspectos sí se tendría en consideración en futuras actuaciones dentro del proceso de integración monetaria de la Comunidad Económica Europea.

La creación del Sistema Monetario Europeo (SME)

Como hemos visto, la creación del Sistema Monetario Europeo en 1.979 respondió a la necesidad de superar los problemas derivados de la desaparición del sistema monetario internacional nacido en la Conferencia de Bretton Woods (problema externo), así como de la evidente imposibilidad de llevar adelante el proceso integrador de la Comunidad Económica Europea, limitándolo a campos reducidos de la actividad económico-social, y sin articular los mecanismos monetario-financieros que hiciesen más asequible esta integración mediante la coordinación de las políticas económicas de los países miembros.

Instaurada la idea de la necesidad de reducir las fluctuaciones de los tipos de cambio intracomunitarios por la inestabilidad que un sistema de tipos de cambio flexibles introducía en el mercado, y ante las deficiencias que el sistema adoptado desde 1.972 (la "serpiente monetaria"), la idea de avanzar en el camino de la unión monetaria europea se hizo más patente. Sin embargo, la adopción de una "cesta de monedas" (al estilo de los derechos especiales de giro del Fondo Monetario Internacional), se planteaba como un primer paso que no alteraba sustancialmente la situación existente, y que permitía introducir un factor de referencia dentro del sistema, lo que paliaría alguna de las deficiencias del mecanismo de intervención del sistema de la "serpiente", no siendo necesario abordar un proceso imprevisible como el de la unión monetaria en Europa.

Roy JENKIS, Presidente de la Comisión Europea, fue quien en un discurso pronunciado en Florencia el 27 de octubre de 1.977, relanzó la idea de la unión monetaria. Destacó el hecho de que la Comunidad Económica Europea era el único conjunto de carác-

ter económico que no disponía de una moneda propia que le protegiese de las fluctuaciones de los cambios en sus transacciones internas, que en el caso de la Comunidad constituían la mitad de sus transacciones comerciales. Indicó igualmente Jenkins que la unión limitaría las tensiones inflacionistas exteriores. Ambos logros, estabilidad de cambios y menores tensiones inflacionistas, permitirían a los empresarios y comerciantes europeos desarrollar mejor sus actividades en el ámbito de la Comunidad, aprovechando plenamente las ventajas del mercado común. Todo ello, sin embargo, llevaría aparejada la necesidad de garantizar a las regiones más débiles un aumento de la ayuda que recibían.

En concreto, Roy Jenkins aportó siete argumentos que defendían el nuevo intento de aproximación hacia el viejo objetivo de la Comunidad de lograr una unión monetaria en Europa, de los cuales dos de ellos, el primero y el último, son argumentos ya clásicos, cuya validez es generalmente aceptada, mientras que los otros cinco requirieron una nueva formulación tras la crisis de las materias primas, y en particular del petróleo. Los mencionados aspectos favorables al proceso de integración monetaria fueron los siguientes:

- 1) La unión monetaria favorece la racionalización de la industria y el comercio en mayor medida que la unión aduanera, al poderse eliminar los riesgos derivados de fluctuaciones cambiarias y de las incertidumbres que se originan por la existencia de distintas tasas de inflación en los diferentes países de la Comunidad, que las sucesivas ampliaciones de la misma hacen cada vez

más notorias.

2) La creación de una nueva e importante moneda, basada en la potencia económica de la Comunidad, comparable con la de los Estados Unidos, supondría importantes ventajas para el sistema monetario internacional.

3) La unión monetaria exigiría un movimiento más homogéneo de los precios, modificándose radicalmente el panorama actual de la inflación.

4) Además, la unión monetaria tendría unos efectos favorables sobre el empleo, al facilitar las cuatro condiciones necesarias para que mejore, es decir, se lograra:

- * Una mayor confianza en las políticas económicas, en cuanto a promotoras de inversión.
- * Un aumento de la demanda, como consecuencia de la expansión del mercado y de su mayor homogeneidad.
- * La reducción y uniformidad de las tasas de inflación, evitándose la adopción de medidas antiinflacionarias que afectan negativamente al nivel de empleo.
- * Evitar que las dificultades económicas locales (nacionales) que pudieran surgir en cualquier momento sean transmitidas y

ampliadas por las variaciones de los tipos de cambio, y que los movimientos de capital puedan conducir a una crisis de confianza.

5) Es seguro que la unión monetaria tiene efectos reductores de las desigualdades que se refieren a la distribución del nivel de empleo y de bienestar económico entre las diversas regiones europeas, que son problemas derivados de la diferencia de niveles de vida que no pueden ser tratados drásticamente (como la tendencia a la unificación de precios que se produce como consecuencia de la propia unión monetaria).

6) La unión monetaria implica la existencia de una nueva autoridad comunitaria que se encargará de administrar las reservas exteriores y mantener los tipos de cambio, así como de definir las grandes líneas de la política monetaria interior.

7) La unión monetaria europea, por último, tendría unos evidentes efectos favorables sobre el proceso de integración política europea.

Puede verse fácilmente que la nueva iniciativa de Jenkins insistía en la posibilidad de lograr una unión monetaria sin que previamente se hubiese avanzado en el camino de la unión económica, es decir, tenía un claro carácter "monetarista", postura defendida por Francia, Bélgica y Luxemburgo, que consideraban que la unificación monetaria era una condición necesaria para conseguir la armonización de las políticas económicas,

frente a la opinión defendida por los "economicistas", Holanda y Alemania, principalmente, que temían que el intento de avanzar hacia la unión monetaria podría retrasar la coordinación de las políticas económicas, siendo éste un requisito previo para la realización de la unión monetaria.

Consecuencia de lo anterior, el 5 de diciembre de 1.977, Roy Jenkins presentó un nuevo programa destinado a establecer una Unión Monetaria Europea, ante la necesidad de combinar una convergencia económica con una política monetaria estable en el marco de un sistema en el que los tipos de cambio no fluctuasen libremente.

La decisión formal de crear un sistema monetario en el area comunitaria se adoptó por los Jefes de Estado y de Gobierno de los nueve países miembros en el transcurso del Consejo Europeo de Copenhague, los días 7 y 8 de abril de 1.978, al lograrse un acuerdo de principio sobre la creación de una zona de estabilidad monetaria europea. Posteriormente, en una reunión del Consejo Europeo, en Bremen, los días 6 y 7 de julio de ese mismo año, se acordó el establecimiento de un sistema monetario europeo, precisando las directrices del sistema y un calendario de trabajo, cuyas líneas generales habían sido discutidas previamente por el presidente francés Giscard D'Estaing y el canciller alemán Helmut Schmidt, en una reunión celebrada el 23 de junio de ese mismo año, y que se concretaron en dos aspectos principales:

- La implantación de los mecanismos técnicos necesarios para evitar los errores que se habían producido en el mecanismo monetario de la "serpiente".

-- El establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos, pero ajustables, destinado a lograr una zona de estabilidad monetaria en Europa que ayudase al proceso de convergencia de las políticas económicas de los distintos países.

Tras intensas negociaciones, el Consejo Europeo, reunido en Bruselas los días 4 y 5 de diciembre de 1.978, adoptó la decisión de implantar el estudiado sistema, plasmando el acuerdo en la "Resolución del Consejo Europeo, de 5 de diciembre de 1.978 relativa a la instauración del sistema monetario europeo (SME) y cuestiones conexas". En su introducción se establece el objetivo a alcanzar mediante la implantación del Sistema Monetario Europeo definiéndose del siguiente modo: "... un sistema tendente a establecer una cooperación más estrecha que desemboque en la creación de una zona de estabilidad en Europa" quedando entendido que tal sistema debería ser "duradero y eficaz" para lo cual deberían adoptarse las políticas que permitiesen conseguir una mejor estabilidad interna y externa, tanto de los países deficitarios como excedentarios.

La Resolución adoptada por el Consejo Europeo se refería a una primera fase durante la cual se reforzarían las economías de los países miembros menos desarrollados, y una segunda etapa, dos años más tarde, en la que se lograría un sistema definitivo, con la creación de un Fondo Monetario Europeo y la utilización plena y total del ECU como activo de reserva e instrumento de pago. Asimismo, se establecía el primero de enero de 1.979, como fecha de instauración del Sistema Monetario Euro-

peo. Ninguna de estas dos últimas previsiones fue cumplida:

- El Sistema Monetario Europeo, que debía entrar en vigor el primero de enero de 1.979, se encontró con dificultades en la nueva reunión del Consejo Europeo que tuvo lugar los días 18 y 19 de diciembre de 1.978, como consecuencia de los puntos de vista encontrados con relación al tratamiento que debería darse en el futuro a los montantes compensatorios monetarios, es decir, por los problemas que suponía su aplicación a la Política Agrícola Común. El gobierno francés se negaba a adaptar los montantes compensatorios monetarios que se aplicaban a la nueva unidad de cuenta que sustituía a la UCE, es decir, al denominado "ECU verde", pues sostenía que el sistema existente perturbaba al sector agrícola al encarecer la producción. El gobierno alemán, por otro lado, mantenía que la eliminación de estos montantes se traduciría en una disminución de la renta de los agricultores alemanes, por lo que se oponía a la misma. Por su parte, el Reino Unido también se opuso a esa abolición pues el sistema le permitía mantener los precios interiores de los productos agrícolas a un nivel inferior al que alcanzarían en el caso de no existir el mecanismo de compensación. Estas opiniones no han variado en la actualidad.

En una reunión celebrada en Washington, el 7 de marzo de 1.979, los ministros de finanzas de los países de la Comunidad llegaron a una fórmula para la eliminación gradual de los montantes compensatorios monetarios (pese a lo cual no han desapa-

recido todavía, en una clara demostración de que los intereses nacionales siguen primando sobre los comunitarios). Consecuencia de este acuerdo fue el anuncio de los Jefes de Estado y de Gobierno, en su reunión celebrada en París el 12 de marzo, de la puesta en marcha del Sistema Monetario Europeo para el día siguiente.

- la denominada "fase institucional" que, según se indicaba en la Resolución del Consejo Europeo de 7 de Julio de 1.978, debería iniciarse una vez transcurridos dos años, y que se traduciría en la creación de un Fondo Monetario Europeo junto a la utilización plena del ECU como instrumento de pago y activo de reserva, de acuerdo con lo establecido en la propia introducción de la Resolución de 5 de diciembre de 1.978, tampoco fue afrontada.

En definitiva, una vez logrado el acuerdo sobre los montantes compensatorios monetarios, posteriormente incumplido, el Sistema Monetario Europeo comienza a actuar, quedando estructurado en los siguientes elementos fundamentales, que ya vimos anteriormente:

* Una nueva unidad monetaria, el ECU, utilizada como numerario del sistema, medio de pago, unidad de cuenta e **"Indicador de divergencia"** (aspecto, este último, que supone la verdadera innovación del sistema).

* Un conjunto de reglas que han de regir las variaciones de los tipos de cambio, estableciéndose unos mecanismos de cambio y de intervención, fijándose un tipo

central de cada moneda respecto al ECU, que va a determinar una red de paridades bilaterales, la denominada **"parrilla de paridades"**, y unos márgenes de fluctuación alrededor de esos tipos bilaterales de 2,25 % , en más o en menos (que pueden llegar a alcanzar el 6 % , en los casos de los países que no participasen del mecanismo **"serpiente monetaria europea"** en el momento de la creación del SME). Además, se establecieron unos límites a los reajustes de los tipos centrales de las monedas en relación con el ECU.

* Unos acuerdos sobre facilidades de crédito, completando a los ya existentes, que hiciesen más aceptables y menos onerosas las medidas que los países debían tomar para corregir sus desequilibrios externos sin la libertad de actuación sobre los tipos de cambio.

El hecho de que existan simultáneamente una unidad monetaria común y unas reglas sobre tipos de cambio tiene su razón de ser, precisamente, en la falta de acuerdo sobre si para llegar a establecer una zona de estabilidad monetaria era preferible la existencia de una sola moneda, o bien era mejor fijar de una forma irreversible los tipos de cambio de las monedas comunitarias entre sí. El hecho de que esa **"doble opción"** no era tal queda patente al comprobar que el carácter **"fijo e irreversible"** de los tipos de cambio en el area europea no ha sido más que un deseo, y no compartido de forma general, y de que no existe un acuerdo sobre cual de las dos alternativas es preferible sirve como ejemplo cercano, aunque no relevante, la propia existencia de este trabajo doctoral.

Evolución del Sistema Monetario Europeo

Reiniciando el análisis del Sistema Monetario Europeo, es necesario destacar que, pese a las evidentes cesiones de soberanía que la pertenencia a un sistema monetario supone, la implantación del mismo nació bajo el signo de la falta de unidad de actuación, y buen ejemplo de ello fue la no incorporación al mecanismo de control de cambios del Reino Unido, a pesar de las concesiones que se tuvieron que realizar para que Italia se incorporase al sistema, y que permitía incluso la adhesión de los países que no perteneciesen a la Comunidad Económica Europea. La no incorporación de la libra esterlina al Sistema Monetario Europeo, además de romper el vínculo existente entre la moneda británica y la irlandesa, dió lugar a que el marco alemán pasase a ser no sólo la moneda más fuerte del sistema, sino también la que iba a marcar el ritmo de la cesta de monedas, pese a que no era una divisa históricamente importante (cualidad ésta que sí poseía la libra esterlina), con lo que su preponderancia sobre las demás monedas no se correspondía con su utilización a nivel internacional.

A la no adhesión de la libra esterlina se sumó pronto otro problema que puso en peligro la propia continuidad del sistema (iniciando la serie de realineamientos de monedas), que sólo pudo ser salvado por la voluntad de los países en mantenerlo. Este hecho fue la segunda crisis petrolífera, cuyos efectos no habían sido previstos en el momento de estructurar el SME. El proceso inflacionario que se derivó de la misma (muy superior al del primer "shock", al decidir los países de la OPEP unir al incremento de precio la restricción de la oferta de crudo),

obligó a los países comunitarios a adoptar medidas de ajuste, y estas medidas de ajuste, lógicamente, debían estar en consonancia con las que adoptaron para combatir los efectos de la primera crisis petrolífera, es decir, políticas nacionales distintas entre sí, ya que los países comunitarios no habían actuado de forma coordinada en aquel momento. Esto provocó que todo intento de hacer converger las políticas económicas de los países comunitarios resultase si no inútil si dificultosa. Nuevamente se comprobaba que no se había tenido en cuenta el "factor externo" a la hora de abordar la integración europea.

El periodo de ajuste del SME: Los realineamientos

El Sistema Monetario Europeo se vió condicionado desde sus inicios por la indudable potencia y capacidad de reacción de la economía alemana frente a las economías de los restantes países comunitarios, que dió lugar a que el marco alemán se convirtiese en "moneda refugio" ante cualquier dificultad de dólar (proceso que se agudizó al no incorporarse la libra esterlina en el sistema, lo que fue entendido por los agentes económicos como un signo de debilidad). La segunda crisis petrolífera, y el comienzo de un proceso inflacionista, cuando algunas economías de la comunidad no habían conseguido superar el anterior, provocó que las autoridades alemanas incrementasen las medidas restrictivas que habían adoptado, y que habían demostrado su eficacia para contener la inflación (con unos costes no superiores a los que habían experimentado, o estaban sufriendo, el resto de los países). Con ello, esta cualidad de "moneda refugio" se incrementó, reiniciándose, si es que se había detenido en algún momento, la tendencia hacia la revaluación del marco (con algunas

excepciones, que duraron muy poco tiempo). Esta circunstancia condicionó la evolución futura de toda la Comunidad, y dificultó el buen desarrollo del sistema, dando lugar a varios reajustes de las paridades bilaterales, que constituyan un reflejo de las dificultades que iba atravesando la Comunidad.

En la primera década de funcionamiento del Sistema Monetario Europeo se llevaron a cabo once reajustes de las paridades de las monedas que participan en el sistema debido a razones de tipo externo o interno, y que sirven, por tanto, de indicador del grado de coordinación que se iba alcanzando, razón por la que voy a utilizarlos como referencia de la evolución del Sistema Monetario Europeo durante estos primeros años.

Primer realineamiento: 24 de septiembre de 1.979.

El impacto de la segunda crisis del petróleo se dejó pronto sentir en la Comunidad y el Sistema Monetario Europeo. Este último resultaba especialmente sensible ante el impacto de medidas monetario-financieras del exterior por la no participación de la libra esterlina en el mismo, al recibir el marco alemán directamente los efectos que la crisis tenía sobre el dólar, y constituir la divisa alemana el componente principal del sistema. De esta forma, la debilidad del dólar se traduce de manera casi automática en una fortaleza del marco alemán, con independencia de la situación económica existente.

En el segundo trimestre de 1.979 Dinamarca ve incrementarse su déficit por cuenta corriente, el cual no se ve compensado con una afluencia suficiente de capitales, por lo que las reservas de divisas de este país comienzan a descender. Al mismo tiempo, Bélgica sufre una falta de confianza en su moneda que

se traduce en una fuerte presión depreciatoria sobre la misma. Aunque Dinamarca aumentó su tipo de redescuento en un punto, pasando del 8 % al 9 %, y Bélgica lo hizo en tres, colocándolo el mismo en el 9 %, desde un 6 % inicial, estas medidas se mostraron insuficientes ya que la afluencia de capital a los dos países, provocada por los aumentos en los tipos de interés, se interrumpió rápidamente. El franco belga alcanza el nivel de su indicador de divergencia, que la corona danesa había alcanzado desde el comienzo del período de tensión, provocando la intervención de las demás monedas en respaldo de su cotización, al mismo tiempo que ambos países vuelven a incrementar su tipo de redescuento, fijándolo Dinamarca en un 11 % y Bélgica en un punto menos. La intervención en favor de las dos divisas cesó el 17 de septiembre, ante la inutilidad de las medidas adoptadas, lo que puso de manifiesto que era necesario proceder a la realineación de las paridades bilaterales establecidas.

El 24 de septiembre de 1.979, tan sólo transcurridos seis meses desde su creación, el Sistema Monetario Europeo se ve enfrentado a su primer reajuste en las paridades bilaterales de las monedas. La razón del mismo, como hemos visto, era la necesidad de Bélgica, y sobretodo de Dinamarca, de mejorar su competitividad internacional. A esto se sumaba el constante reforzamiento del marco alemán frente al dólar, que provocaba una constante afluencia de capitales hacia Alemania (en contraposición con los casos belga y danés), dando lugar a tensiones inflacionistas.

Por todo ello, este primer realineamiento se tradujo en:

* Una revaluación del marco alemán del 2 %.

* Una devaluación de la corona danesa del 2,9 %.

Estos reajustes suponían un cambio en los tipos cruzados entre el marco alemán y la corona danesa del 5 %.

Segundo realineamiento: 30 de noviembre de 1.979.

Sin embargo, este primer reajuste se reveló insuficiente. Las elecciones danesas que se desarrollaron en octubre de ese mismo año introdujeron en la economía un factor de incertidumbre que se tradujo en una evolución desfavorable para la corona danesa, que obligó a intervenir en su respaldo a los demás países, y en particular a la República Federal Alemana, que seguía atrayendo capitales y sufriendo tensiones que provocaban una fuerte tendencia a su apreciación. Ante la inoperancia de estas intervenciones, el 29 de noviembre de 1.979 se decidió la devaluación de la corona danesa respecto a todas las demás monedas del sistema en un porcentaje del 4,7 % , no mediando comunicación oficial alguna sobre las razones del realineamiento ante su clara explicación, que no difería de la que provocó el primero. A partir de esta fecha Dinamarca afrontó una serie de medidas dirigidas a establecer un sistema de indicación de salarios, junto a una política de rentas, con el objetivo de congelar precios y salarios en el corto plazo, e incrementó los impuestos que gravaban el patrimonio y los beneficios de las sociedades.

Este realineamiento de monedas parecía dar la razón a los británicos sobre el hecho de que el Sistema Monetario Europeo no suponía un avance sustancial sobre el anterior sistema de la "serpiente", demostrando que no resultaba conveniente condi-

cionar su política a la normativa que exigía el mismo, ni mucho menor aceptar la cesión de soberanía que la pertenencia al mecanismo de cambio llevaba aparejada. Sin embargo, y pese a todo, la estabilidad de los tipos de cambio entre las monedas comunitarias fue mayor desde 1.979 que en los años anteriores a la creación del SME, y si no fuera por la posterior evolución a partir de 1.982, y hasta 1.986, el año 1.981 serviría de clara demostración de este hecho, y en todo caso introdujo la necesidad de que los países miembros tomaran medidas correctoras en sus economías para evitar las causas internas que generaban las tensiones en los mercados de divisas.

Entre diciembre de 1.979 y marzo de 1.980, volvió a regenerarse en Dinamarca y Bélgica el problema de una afluencia de capitales insuficiente para cubrir sus déficits por cuenta corriente, debido principalmente al aumento generalizado de los tipos de interés nominales a nivel internacional, ante el intento de los distintos países de restringir los efectos negativos de la crisis sobre sus economías. En marzo de 1.980 esta situación genera tensiones entre el franco francés y el belga, lo que fuerza la intervención en favor de las divisas danesa y belga, lo que consigue mantenerlas en una zona media de la banda de fluctuación. Nuevamente, los tipos de redescuento en ambos países se incrementan, pasando de un 11 % a un 13 % , en Dinamarca, y de un 10 % a un 14 % , en Bélgica.

En octubre de 1.980 los incrementos en los tipos de interés de los diferentes países, para combatir sus respectivos procesos inflacionistas se generalizó. A esto se unió el deterioro de sus balanzas por cuenta corriente frente a los Estados Unidos, derivado de la política antiinflacionista que este último

país estaba siguiendo, que dió lugar a una firmeza del dólar. Esta firmeza del dólar, unido al fuerte déficit por cuenta corriente que presentó la República Federal Alemana, y los elevados tipos nominales de interés existentes, tuvieron como consecuencia que las inversiones en Alemania no fuesen tan atractivas, desapareciendo la presión que el marco alemán había estado sufriendo, provocando la caída de la divisa alemana hasta situarse en las proximidades del umbral de divergencia de la parte alta de la banda, lo que generó tensiones con el la divisa francesa, que en esos momentos se constituía en la moneda fuerte del sistema, lo cual hizo necesaria la intervención de los demás países en respaldo del marco, junto a la flexibilización crediticia en Francia, y una leve intensificación de las restricciones en su mercado de crédito, por parte alemana.

El incremento de los tipos de interés en los Estados Unidos a comienzos del año 1.981 intensifica la tensión sobre la divisa alemana, colocando al franco francés en el umbral de divergencia, lo que provoca la intervención de los demás países para defender a la moneda germana mediante actuaciones tanto en dólares como en francos franceses. Sin embargo, es la actuación alemana, implantando un tipo "lombardo" especial e intensificando su política monetaria restrictiva (mantenida en líneas generales hasta nuestros días, y sólo suavizada temporalmente por los problemas derivados del proceso de unificación alemán), lo que permitió la recuperación de la moneda alemana en tan solo un mes, evitándose así un nuevo reajuste dentro del sistema (que hubiese sido el único provocado por una devaluación del marco).

El día primero de enero de 1.981, con el ingreso de Grecia,

se produce la primera ampliación de la Comunidad Europea desde la creación del Sistema Monetario Europeo (y la segunda en su historia, tras la adhesión, en 1.973, del Reino Unido, Irlanda y Dinamarca). Esta adhesión, al carecer la divisa griega de importancia internacional no influyó en el futuro desarrollo del sistema, tanto más cuanto las autoridades griegas, en consonancia con la actitud inglesa, y con razones más importantes que en el caso inglés, decidieron no incorporar al dracma en el mecanismo del Sistema Monetario Europeo, sin que esta situación hawa variado en la fecha en que este trabajo doctoral se finalizó, no siendo previsible que la misma se produzca hasta que entre en vigor de la segunda fase del proceso de Unión Monetaria, y siendo dudoso que se lleve a cabo aún en esta fecha). De igual modo, se decidió que la incorporación del dracma en el ECU (que es obligatoria), se produjese en la fecha determinada para la variación de las cuantías, lo cual se llevó a cabo el 17 de septiembre de 1.984.

Tercer realineamiento: 23 de marzo de 1.981.

En marzo de ese mismo año, tras adoptar Alemania las medidas restrictivas que pusieron fin a la debilidad de su moneda, se producen tensiones de cambio entre el franco belga y la lira italiana, en uno de los extremos, y el marco alemán y el franco francés, en el otro, que provocan la intervención de los países para mantener las monedas belga e italiana. Al mismo tiempo, ambos países aumentan sus tipos de redescuento del 16,5 % al 19 %, Italia, y del 14 % al 16 %, Bélgica. Sin embargo, Italia, que estaba experimentando un fuerte proceso inflacionario (cercano al 20 % , medido por el índice de precios al consumo),

el cual se estaba trasladando al resto de los países comunitarios vía SME, amenazó con abandonarlo si no se producía un realineamiento en el cual su moneda fuese devaluada. Así, el 22 de marzo de 1.981 se llevaron a cabo las siguientes medidas:

- * Devaluación de la lira italiana en un 6 %.
- * Revaluación del ECU en un 2,45 % frente a todas las monedas del SME, buscando eliminar la contradicción entre éste y la política agrícola común y lograr así un nuevo acuerdo sobre los montantes compensatorios monetarios, que posteriormente se mostraría insuficiente.

Resultaba claro que la convergencia económica deseada no se había alcanzado, y que las economías más débiles como la belga, la italiana y la irlandesa (que procedió a recortar su gasto público y a elevar su tipo de redescuento en un 2,5 %, hasta el 19 %, como consecuencia del realineamiento) estaban sufriendo las consecuencias de pertenecer al sistema de cambios, lo que se traducía en tensiones dentro del mismo. Ante esta evidencia, el Consejo Europeo, en sus reuniones de Maastricht, los días 23 y 24 de marzo de 1.981, y de Luxemburgo, el 29 y 30 de junio consideró la necesidad de adoptar medidas económicas a nivel comunitario, dirigidas a solventar los problemas de carácter interno. Sin embargo, estas medidas nunca se llevaron a la práctica. Lógicamente no eran estas las mejores condiciones para afrontar la segunda fase, "Institucional", del Sistema Monetario Europeo, por lo que la idea de una ampliación y profundización del SME fue rápidamente rechazada, y sustituida por la de consolidar previamente el mismo, traducándose esto en una

actuación individualizada de cada país para reducir sus respectivos tipos de inflación, sin que existiese una política económica a nivel comunitario.

Cuarto realineamiento: 4 de octubre de 1.981.

El 10 de mayo de 1.981 se realizó la segunda vuelta de las elecciones presidenciales francesas obteniendo la victoria el líder del Partido Socialista Francés, François Mitterrand. Este triunfo de la izquierda en Francia provocó fuertes presiones de todo tipo sobre la economía francesa, y en el contexto cambiario dio lugar a que en sólo dos semanas el franco francés se situase en el umbral de divergencia de la devaluación, lo que originó tensiones entre esta divisa y el marco alemán, que fueron controladas mediante la intervención del Banco de Francia, y la adopción de medidas de control de los tipos de interés y de cambio, por parte de las autoridades galas. Sin embargo, en los meses de agosto y septiembre las divergencias entre el marco alemán y el franco francés se hacen más patentes. La divisa germana se encuentra situada en el umbral de divergencia de la parte baja de la banda durante las dos últimas semanas de septiembre, siendo fuertes las presiones para su revaluación. Por el contrario, el franco francés, aunque no llegó a alcanzar dicho umbral, en el lado opuesto, sí era la divisa que más alejada estaba de la moneda alemana, y la atmósfera pesimista en la que se desenvolvía no era la más idónea para superar presiones devaluatorias. Además, tanto el franco francés como el belga presentaban dificultades para seguir la trayectoria que la divisa alemana mantenía en relación al dólar. Tras una intervención en favor de las divisas más débiles del sistema, nuevamen-

te insuficiente, el 4 de octubre de 1.981 se llevó a cabo el cuarto realineamiento de las monedas del Sistema Monetario Europeo, en los siguientes términos:

* Revaluación del 5,5 % del florín holandés y el marco alemán.

* Devaluación del 3 % del franco francés y de la lira italiana.

Francia, como complemento a la devaluación adopta medidas de política económica estableciendo la congelación temporal de precios y beneficios, en el contexto de una política de rentas dirigida a mantener el poder adquisitivo y la reducción de las diferencias de rentas existentes. Al mismo tiempo, disminuye su gasto público en 10,5 miles de millones de francos.

El Sistema Monetario Europeo estaba sufriendo las fuertes contradicciones de las políticas seguidas por las autoridades francesas y alemanas, que ponía de manifiesto que la estabilidad de los tipos de cambio no era suficiente por sí misma para lograr avanzar en el proceso de integración, y que eran necesarias medidas de convergencia de las políticas nacionales que permitiesen un más fácil desarrollo del mismo. No afrontar la necesidad de medidas económicas complementarias, dirigidas a lograr una mayor convergencia de las políticas económicas de los distintos países, provocaba que se repitiese la situación de la "serpiente monetaria", con continuos realineamientos, y la existencia de diferentes tasas de inflación y los muy distintos niveles de competitividad de las economías comunitarias agravaban el problema. Sin embargo, la decisión de afrontar una

alteración generalizada de los tipos bilaterales ponía de manifiesto que, pese a no poder afrontar la fase "institucional" del Sistema Monetario Europeo, existía la voluntad de mantener su estructura, afianzando su carácter de sistema de cambios fijos, pero ajustables.

El Consejo Económico Financiero, en su reunión de 15 de febrero de este mismo año, dedicada a las propuestas de profundización del SME, estableció la necesidad de incrementar la utilización oficial del ECU, así como apoyar su creciente utilización privada, eliminando las restricciones de carácter nacional a su uso, quedando encomendada al FECOM su control junto al de coordinador del sistema crediticio de la Comunidad. Respecto a la fase "institucional" del Sistema Monetario Europeo, se establecieron cuales deberían ser, cuando se afrontase, las bases de la misma:

- * La transformación del ECU una moneda europea.
- * La creación de un Fondo Monetario Europeo, al que correspondería la emisión de ECUs.
- * La reforma de los instrumentos financieros comunitarios, dentro de un proceso de integración europeo.

La falta de una voluntad política de afrontar ese proceso de integración, que se traduce en el mantenimiento de políticas económicas nacionales no convergentes, y en muchos casos netamente divergentes, unido a la inexistencia de organismos supranacionales encargados de dicha coordinación con poder sobre las autoridades de las diferentes países miembros, han provocado

que aún hoy día se esté lejos de ese objetivo teórico.

Quinto realineamiento: 21 de febrero de 1.982

Tras las tensiones surgidas por la llegada al poder de los socialistas en Francia, nuevamente van a ser factores internos los que van a provocar alteraciones en las paridades bilaterales de las monedas comunitarias. En Bélgica, la interrupción de las negociaciones seguidas para formar un nuevo gobierno desencadenó fuertes presiones sobre el franco belga que lo lleva a situarse el día 10 de noviembre de 1.981 en el umbral de divergencia. Sin embargo, el carácter coyuntural de estas presiones, y la intervención en respaldo de la divisa belga por parte de los demás países, unido al aumento de dos puntos (del 13 % al 15 %) del tipo de redescuento en este país consiguen detener el movimiento especulativo.

El 12 de noviembre de 1.981 cae el gobierno de Dinamarca, debido a que su primer ministro, Anker Jorgensen, no obtiene la mayoría parlamentaria que respalde su programa de creación de empleo. Como consecuencia de ello, se convocan elecciones para el día 8 de diciembre, y de ellas nace un parlamento dividido en prácticamente dos mitades. El día 17 de diciembre de 1.981, el rey Balduino de Bélgica toma juramento al gobierno de coalición formado por demócratas cristianos y liberales, y presidido por el miembro del ala flamenca de la democracia cristiana Wilfred Martens. El 27 de enero de 1.982, Garret Fitzgerald, primer ministro irlandés, presenta su dimisión tras ser rechazado, por un voto, su proyecto de presupuesto. El presidente de la república de Irlanda convocó elecciones en lugar de elegir un sucesor.

Todas estas circunstancias no eran propicias al logro de la necesaria estabilidad en el mercado de cambios de la Comunidad. Así, en febrero de 1.982 resulta patente que los agentes económicos no tienen ninguna confianza en los resultados económicos que pueda lograr el gobierno belga, y la incertidumbre respecto al futuro de la economía danesa es creciente. Como consecuencia de ello, el franco belga se aproxima, sin superarlo, al umbral de divergencia, y la corona danesa experimenta valores negativos, aunque no muy importantes.

Tras la intervención en defensa de ambas monedas, los países que integraban el sistema llegaron a la conclusión de que era necesario acabar con las constantes "minidevaluaciones" de las monedas ya que la repetición de las medidas de ajuste era más perjudicial para el Sistema Monetario Europeo que el propio ajuste. Por ello, el 21 de febrero de 1.982 se adoptó la decisión de llevar a cabo una devaluación que diese estabilidad al sistema de cambios, que se tradujo en las siguientes medidas:

- * Devaluación del 8,5 % de los francos belga y luxemburgués.
- * Devaluación del 3 % de la corona danesa.
- * Establecimiento de nuevos "cursos-pivot" de cada moneda respecto al ECU, para adaptarse a los nuevos tipos bilaterales y la ponderación de las divisas en la "cesta-ECU".

Bélgica, como hiciera Francia en el anterior realineamiento, procedió a establecer una política de rentas basada en la congelación temporal de los salarios y los precios, así como a

la adopción de medidas a largo plazo para evitar la cláusula de revisión de salarios. Asimismo, redujo la carga fiscal de las empresas, para aumentar su competitividad, y adoptó una serie de medidas dirigidas a estimular el mercado bursátil.

Sexto realineamiento: 12 de junio de 1.982

En marzo de 1.982, el incremento de la tasa de inflación en Francia origina tensiones de su moneda con el marco alemán y el florín holandés. El día 23 de marzo, tras una fluctuación brusca, el franco francés rebasó su umbral de divergencia (si bien se mantuvo dentro de los límites durante todo el periodo posterior). La intervención del Banco de Francia, unida a una intensificación de las políticas monetaria y fiscal (presupuestaria) restrictivas y a los controles de los cambios consiguen detener los movimientos especulativos. Sin embargo, la corona danesa y el franco belga, pese a la fuerte devaluación experimentada en el anterior realineamiento, comienzan a perder estabilidad. Al finalizar abril, el marco alemán supera su umbral de divergencia, generándose tensiones con el franco belga, que se sitúa en el extremo opuesto del sistema. Se comenzó a desarrollar en la economía lo que se conoce como "síndrome del fin de semana" en relación con las monedas débiles del sistema, francos belga y francés y lira italiana, consistente en fuertes presiones para su devaluación en los últimos días de la semana, ante la expectativa de un nuevo realineamiento de las monedas del sistema, en el que las mismas experimenten una devaluación. Ante esta situación las medidas de intervención se hacen inútiles, con lo que el 12 de junio de 1.982 el "esperado" realineamiento se produce, más por la propia expectativa creada que por la neces-

sidad de la medida, afectando a todas las monedas que no habían sido objeto de variación en el realineamiento anterior (con la excepción de la libra irlandesa, que ya había experimentado una devaluación en la misma), y se concretó en las siguientes variaciones:

- * Apreciación del 4,25 % del marco alemán y del florín holandés.
- * Depreciación del 5,75 % del franco francés.
- * Depreciación del 2,75 % de la lira italiana.
- * Establecimiento de nuevos "cursos-pivot" de cada moneda respecto al ECU.

Irlanda, como complemento al reajuste, adopta una serie de medidas de reducción del déficit público, pero es Francia quien nuevamente se ve obligada a alterar su política fiscal haciéndola más restrictiva, ya que revisó su proyecto de presupuesto para 1.983 para disminuir su déficit hasta el 3 % de su Producto Nacional Bruto. Junto a esto, aborda una política de rentas dirigida al mantenimiento de precios, salarios (excepto el salario mínimo), rentas y dividendos.

Séptimo realineamiento: 21 de marzo de 1.983

La política económica francesa desarrollada por el gobierno socialista había encontrado un fuerte rechazo en diferentes ámbitos, tanto internos como externos. En el ámbito interior, su implantación había generado un fuerte proceso inflacionista, agravado por un fuerte déficit de la balanza de pagos y la huida de capitales. En el exterior, la política seguida, de carác-

ter expansivo, chocaba frontalmente con la política restrictiva desarrollada en Alemania, lo que se traducía en tensiones sobre sus respectivas monedas, de signo contrario, que agudizaban el problema. Entre diciembre de 1.982 y marzo de 1.983, los problemas franceses se agudizaron, iniciándose contra el franco un fuerte movimiento especulativo que se agravaba por la aparición nuevamente del "síndrome del fin de semana". El 6 de marzo de este año la coalición de centro-derecha del canciller Helmut Kohl gana las elecciones en la República Federal Alemana, y en Francia, los partidos de derecha y centro aventajan a los socialistas en las elecciones municipales. El día 22 de ese mismo mes, el primer ministro francés, Pierre Mauroy, ante estos resultados adversos, y los graves problemas económicos que atravesaba Francia, presenta la dimisión de su gobierno, si bien es confirmado por el presidente Mitterrand y forma otro gobierno en pocas horas.

Esta situación se traduce en una caída en la cotización del franco francés en este mes, que viene a sumarse a las tensiones que estaba experimentando la moneda belga desde el comienzo del año. Pese a una fuerte intervención en favor de ambas monedas, y la alteración de los tipos de interés en los países del Benelux y en la República Federal Alemana, nuevamente los problemas internos de un país miembro iban a forzar un nuevo reajuste de paridades. El 21 de marzo de 1.983 se produce el primer realineamiento general del sistema, es decir, el único que afectó de forma directa a todas las monedas comunitarias integradas en el Sistema Monetario Europeo, y que se concretó en las variaciones siguientes:

* Revaluaciones:

- 5,5 %, el marco alemán.
- 3,5 %, el florín holandés.
- 2,5 %, la corona danesa.
- 1,5 %, los francos belga y luxemburgués.

* Devaluaciones:

- 2,5 %, el franco francés y la lira italiana.
- 3,5 %, la libra irlandesa.

Por primera vez, la mayoría de los países adoptaron medidas dirigidas a corregir las causas que habían forzado este nuevo realineamiento, y en particular Francia tuvo que abandonar su política expansiva, adaptándose a las "directrices" que introducía la República Federal Alemana.

El 17 de mayo de 1.983, como consecuencia de la participación de la libra esterlina en la cesta de monedas del ECU, se hizo necesario "ajuste técnico" que se tradujo en:

- * La revaluación del "curso-pivot ficticio" de la libra en un 7,3 %.
- * La revaluación del ECU respecto a todas las monedas del sistema en un 1,2 %.

Tras este reajuste generalizado de paridades de 1.983, el Sistema Monetario Europeo entró en una etapa de cierta estabilidad, que duraría dos años, en el que se ahondó en el proceso de su consolidación. Sin embargo, el Parlamento Europeo, en un

claro intento de afianzar su poder sobre las restantes instituciones comunitarias analiza los logros y deficiencias del sistema, y el 16 de febrero de 1.984 adopta una "Resolución sobre la consolidación y consecución del Sistema Monetario Europeo en el marco de las propuestas realizadas por la Comisión de las Comunidades en marzo de 1.982". En esta Resolución se estima que el sistema ha funcionado "relativamente bien" y los cambios de paridad se han producido "ordenadamente y como consecuencia de deliberaciones comunes y no de acciones unilaterales", superándose cinco años de grandes perturbaciones, y siete realineamientos, que han demostrado una serie de debilidades e incoherencias que han retrasado su consolidación.

El Parlamento Europeo expone de forma concreta las siguientes debilidades del sistema:

- * Las modalidades de creación de los ECUs.
- * La ausencia de coordinación de las políticas de tipos de cambio respecto a terceras monedas.
- * La débil aceptación y negociabilidad del ECU, así como su falta de convertibilidad y exclusividad.
- * La ausencia de convergencia hacia la estabilidad interna.

Como veremos más adelante, al analizar los mecanismos del sistema, el Parlamento Europeo realiza una serie de propuestas de mejora del Sistema Monetario Europeo referidas a los aspectos siguientes:

- Mejora de los mecanismos, basada en un reforzamiento del FECOM.
- Convergencia de las economías comunitarias, mediante el establecimiento de una serie de indicadores y la utilización de Recomendaciones cuyo incumplimiento se tradujese en sanciones respecto al otorgamiento de las ayudas económicas del sistema.
- Apertura del sistema, con la internacionalización del ECU.
- Uso privado del ECU, encauzando su evolución, y no oponiéndose a ella, y su reconocimiento como divisa.

Junto al análisis de estos puntos, el Parlamento Europeo consideró que las circunstancias existentes en aquellos momentos, una tendencia a la mayor convergencia de las políticas económicas (demostrada en los dos últimos reajustes de paridades), y la reducción del diferencial de inflación dentro de la Comunidad, respecto a aquellos países que participan en el sistema, justificaban la "reapertura inmediata del dossier sobre mejoras técnicas y profundización del Sistema Monetario Europeo, por lo que consideraba que se hacía preciso avanzar aún más, razón que le llevó a solicitar que la Comisión propusiese el establecimiento de un sistema de compensación unilateral de pagos para las transacciones interbancarias, que los Estados miembros hicieran circular monedas nominadas en ECUs que esos mismos Estados deberían emitir (al no tener poder de emisión el

FECOM), y reiteró la solicitud al Reino Unido para la incorporación de la libra esterlina a los mecanismos de cambio del Sistema Monetario Europeo, lo que reforzaría su papel internacional, haría al ECU más atractivo como medio de intercambio y, sobretodo, compensaría el excesivo peso que el marco alemán tenía en él.

Dentro de la corta historia del Sistema Monetario Europeo, y hasta la crisis de 1.992, existen dos diferentes etapas. El reajuste de marzo de 1.983 puso fin a la primera de ellas.

En esta primera etapa, que va desde la creación del Sistema Monetario Europeo el 13 de marzo de 1.979 (si bien, en este punto nos podríamos remontar a la etapa de la serpiente, en sus dos versiones) hasta marzo de 1.983, todas los reajustes de paridades que se produjeron respondían en gran medida a compensaciones de los diferenciales de inflación de los países participantes, agudizadas por la inestabilidad internacional. Esto se tradujo en que, al finalizar este periodo, los tipos de interés nominales habían experimentado un incremento tan considerable que su utilización como instrumento de política monetaria empezaba a ser dudoso en algunos países, al mismo tiempo que se traducía en una "guerra de tipos" a nivel internacional que hacía que sus efectos fuesen menores que los perseguidos o, incluso, se anulasen.

La fase que comienza en 1.983 se caracteriza por una mayor estabilidad cambiaria dentro del sistema, muy superior en todo caso a la experimentada por el resto de las divisas importantes que no pertenecen al mismo (dólar, yen y libra esterlina), que se beneficia de una mayor estabilidad a nivel internacional y de una paulatina reducción de los diferenciales de inflación

dentro de la Comunidad (a cambio de un fuerte incremento del desempleo y una contracción de la actividad económica - fruto, entre otros aspectos, de los altos tipos de interés -), en un contexto teórico (que no siempre real) favorable a lograr una mayor convergencia de las economías de los países miembros.

En cualquier caso, a partir de 1.983, y hasta 1.992, año en el que el contexto cambia radicalmente, los nuevos realineamientos que se producen no van a tener un carácter general y van a responder bien a la dificultad de algunas monedas, en momentos determinados, para soportar el fuerte "corsé" que Alemania había puesto al SME, y más cuando el dólar americano comienza a experimentar fluctuaciones no conocidas hasta la fecha, o bien por la decisión (política, que no económica) de escapar a las normas del sistema, lo cual fue mal acogido por los países participantes en abril de 1.986, cuando las autoridades francesas "justificaron" una decisión política en unas más que dudosas causas técnicas. La reacción de los países miembros quitó a las autoridades francesas, y de otros países, las ganas de repetir la experiencia. Pasaremos a continuación a hacer un análisis de este segundo periodo al que hemos hecho referencia. cuya estabilidad sólo fue rota por la dificultad del avance en el proceso de unificación que se inició con el Tratado de Maastricht.

Una prueba de la citada estabilidad de este periodo es que, desde el punto de vista de la evolución monetaria de la Comunidad Europea, que venimos desarrollando, durante 1.984 lo único destacable fue la fijación de las nuevas cuantías y porcentajes del ECU, y la incorporación del dracma a la "cesta de monedas", lo que tuvo lugar el 17 de septiembre de ese año (cuadro 2 b).

Octavo realineamiento: 21 de julio de 1.985

Como se ha indicado anteriormente, el 17 de septiembre del año 1.984 se llevó a cabo la variación en la composición del ECU, incorporando la divisa griega en el mismo al haberse producido la adhesión de Grecia a la Comunidad Europea en enero de 1.981, sin que esto supusiese ningún efecto adicional a la situación del Sistema Monetario Europeo, ya que la divisa griega, al igual que la inglesa, no participó en el mismo, y su importancia internacional es mínima.

Tras una etapa de relativa estabilidad cambiaria, en 1.985 la economía italiana presenta signos de deterioro que se reflejan en su posición internacional (con un fuerte déficit de balanza de pagos, que un no menos fuerte déficit presupuestario no hacía más que empeorar), originándose tensiones favorables a la depreciación de la lira que la hacen caer hasta el extremo de la banda amplia, y provocando una depreciación de la misma del 19 % respecto al dólar, que en este periodo había emprendido un proceso de apreciación desconocido hasta la fecha, lo que le llevaría a alcanzar "máximos históricos" respecto a la práctica totalidad de las divisas internacionales, con incrementos notables en un corto periodo de tiempo. Así, respecto a la peseta, pasó de las 178 pesetas, que era la paridad al iniciarse el año 1.985, a las 191 pesetas (máximo histórico) el 26 de febrero de ese mismo año.

Es en este momento cuando se produce una nueva ampliación de la Comunidad Europea (si bien no va a tener efectos hasta el comienzo del año 1.986). El 12 de junio de 1.985 se firmó, en Lisboa, primero, y en Madrid, a continuación, los Tratados de

Adhesión de Portugal y España a la Comunidad Económica Europea. En ambos casos, se decide esperar a la próxima modificación de las cuantías del ECU, en 1.989, para incorporar ambas divisas (como ya se hizo con el dracma griego, en su día), no participando ninguna de ellas en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Esta nueva variación de las cuantías tendría lugar el 20 de septiembre de 1.989, fecha en la que España ya pertenecía al Sistema Monetario Europeo, al que se había incorporado el 19 de junio de ese mismo año.

El proceso de fuerte revaluación del dólar americano que se estaba produciendo en esas fechas motivó que el 21 de julio de 1.985 se produjese un nuevo realineamiento de paridades, que se concretó en:

- * La devaluación de la lira italiana en un 6 % .
- * La revaluación de todas las demás monedas del sistema en un 2 % .

Ambas modificaciones se traducían en una devaluación de la lira dentro del sistema del 7,84 %, muy alejada de la pérdida que la divisa italiana había experimentado respecto al dólar, y a otras monedas externas al sistema, pero suficiente para alejarla de los límites de fluctuación, y constituyen un reflejo de que, si bien el Sistema Monetario Europeo todavía se encontraba lejos de lograr la deseada independencia del dólar, podía hacer frente a sus oscilaciones (mucho más fuertes que en las etapas anteriores) más fácilmente que otras monedas que no encontraban integradas en él.

La fuerte apreciación de la moneda americana venía forzada por el doble déficit, de balanza comercial y presupuestario, que sufría su economía, y a la política de la Reserva Federal Americana de responder al mismo con elevaciones en los tipos de interés, para atraer capitales que compensen el desequilibrio comercial exterior y frenen la expansión de la demanda interna, mientras que "espera" la disminución del desequilibrio presupuestario.

El 22 de septiembre de 1.985, una simple declaración del Grupo de los Cinco sobre la posibilidad de una actuación concertada dirigida a reducir el valor de la divisa americana va a ser suficiente para inducir a los agentes a considerar al dólar como una moneda sobrevalorada, respaldada sólo por unos elevados tipos de interés cuyo incremento es cada vez más difícil, y se inicia un periodo de depreciación. Así, ya el día siguiente a la declaración, las monedas del Sistema Monetario Europeo experimentan una apreciación del 6 % respecto a la divisa americana, iniciando un largo proceso que no terminaría realmente hasta la crisis de la guerra del Golfo Pérsico, en el verano de 1.990.

Pero la devaluación de la moneda americana se traduce rápidamente en una fortaleza del marco alemán que provoca tensiones dentro del Sistema Monetario Europeo, y en particular sobre el franco belga, por el deterioro experimentado por su economía (similar al de la economía italiana que, sin embargo, rentabilizó la posición en la que la había colocado el anterior realineamiento). La libra irlandesa se vio negativamente afectada por la caída de la libra esterlina. El franco francés, por el contrario, no sufrió los efectos negativos de la situación, de-

bido a la confianza de los agentes económicos en que las medidas restrictivas dirigidas a frenar el proceso inflacionista y reducir el déficit público se iban a mantener (ante la proximidad de las elecciones). Fue este hecho el que permitió que la intervención, intensa, para respaldar al franco belga, y la elevación de los tipos de interés nominales tanto en Bélgica como en Irlanda, y de las restricciones cambiarias en Italia, fuesen suficientes para no tener que afrontar un nuevo reajuste. Una vez que las mencionadas elecciones francesas tienen lugar la actitud de las autoridades galas cambió radicalmente.

El 17 de febrero de 1.986, en Luxemburgo, y el 28 de febrero, en La Haya, se firmó el Acta Unica Europea, cuya entrada en vigor se produciría el primero de julio de 1.987, y que suponía la primera modificación al Tratado de Roma, por el que se creaba lo que entonces se conoció como "Mercado Común". La intención del Acta Unica es, precisamente, lograr ese mercado común europeo, mediante la realización de un gran mercado interior en 1.993 y el reforzamiento de la cooperación monetaria junto a la armonización de las restantes políticas de los países miembros. La evolución del Sistema Monetario Europeo no podría ser igual cuando las medidas que el desarrollo del Acta Unica hacían necesarias se llevasen a cabo, si bien hasta su entrada en vigor, y aún después, se mantendría el carácter un tanto inestable que hasta el momento había existido en el mismo.

Noveno realineamiento: 7 de abril de 1.986

Tras el triunfo de los partidos conservadores en las elecciones francesas en marzo de 1.986, el nuevo gobierno galo intenta apartarse claramente del camino seguido durante la ges

ción socialista y adopta la decisión de dejar de intervenir en el mercado de divisas, exponiendo su voluntad de que el franco francés experimentase una devaluación respecto al marco alemán del 9 % , basándose en que la divisa francesa no había experimentado cambios respecto al marco alemán desde 1.983, habiendo acumulado un diferencial de inflación respecto a Alemania superior al 8 % , siendo la devaluación la única medida que permitiría afrontar un ajuste de su economía sin sufrir constantes tensiones cambiarias. Una tasa de inflación aparentemente dominada (inferior al 4 %), una vez que se había logrado el primer descenso mensual en veinte años del índice de precios al consumo, y una balanza por cuenta corriente excedentaria, no eran las condiciones que hacían "necesaria" la devaluación, dejando al descubierto el carácter político, no técnico, de la medida. Así, los restantes países recibieron con hostilidad las pretensiones francesas, acusando a sus autoridades de actuar en función de su propio interés, provocando unas expectativas en el mercado de cambios que generaban tensiones indeseables, que no existían previamente, y no cumplir los acuerdos que tenía con los países del sistema. El Jueves 3 de abril de 1.986 las autoridades de los bancos centrales de los restantes países renunciaron a intervenir para mantener los tipos de cambio dentro de los límites de fluctuación, y el 7 de abril se llevó a cabo el noveno reajuste de paridades del Sistema Monetario Europeo, con el siguiente resultado:

* La revaluación del marco alemán y el florín holandés en un 3 % .

* La revaluación de la corona danesa y los

francos belga y luxemburgués en el 1 % .

* La devaluación del franco francés el 3 %.

Luego, las autoridades galas consiguieron una devaluación del franco francés respecto al marco alemán del 5,8 % , y del 1,4 % respecto al ECU (al no modificarse ni la libra irlandesa ni la lira italiana).

Décimo realineamiento: 2 de agosto de 1.986

El innecesario reajuste anterior va a provocar la devaluación de las monedas no participantes en el sistema, el dracma griego y la libra esterlina, para ajustarse al mercado, alterándose sus paridades centrales teóricas respecto al ECU en un 34 % y un 13 % , respectivamente. Va a ser esta devaluación de la libra esterlina la que va a inducir al nuevo reajuste de paridades, a través de su íntima relación con la libra irlandesa, que no había experimentado alteración en el anterior. El 2 de agosto de 1.986 se efectúa el décimo realineamiento de las monedas del sistema, restringido a la libra irlandesa, que va a ser aprovechado para alterar las paridades centrales de todas las monedas respecto al ECU, así como los tipos teóricos de la libra esterlina y el dracma griego, que siguen caminos diferentes, devaluándose la primera y apreciándose la última. Dentro del sistema el reajuste se limitó a:

* La devaluación de la libra irlandesa respecto a todas las demás monedas del sistema en un 8 % .

la variación de los pesos relativos y del indicador de di-

vergencia vino a consolidar el papel del marco alemán como moneda de referencia del sistema, ante la constante pérdida de importancia relativa de las demás monedas tras los diferentes reajustes. Así, va a ser Alemania la que imponga su política al resto de los países, debiendo éstos aceptar seguir su "ejemplo" al saber que cualquier desviación que provoque desequilibrios en su economía va a necesitar de la aceptación por parte de las autoridades alemanas de alterar el valor de su propia moneda, y que esta decisión no será adoptada (o el coste que se deba pagar por su aceptación será muy alto) si, previamente, no se han seguido políticas restrictivas, coherentes con la germana.

Undécimo realineamiento: 12 de enero de 1.987

Tras la explicable, pero no realmente justificada, subida de los años precedentes, en 1.987 se produce una espectacular caída del dolar, originada por el mantenimiento de los grandes desequilibrios de su economía que hemos mencionado (déficit comercial y presupuestario) en niveles no compatibles con el ritmo de gasto mantenido por el país, y el intento de las autoridades americanas de mejorar drásticamente su competitividad internacional, y forzar a los países con restricciones comerciales, como Japón, o monetario-financieras, como la República Federal Alemana, a modificar su política. La presión sobre la divisa germana se intensificó, coincidiendo con una serie de medidas, en Italia y Francia, dirigidas a liberalizar parcialmente los movimientos de capitales, que vinieron a favorecer el flujo de fondos hacia Alemania dentro del propio sistema. Nuevamente, el gobierno alemán se veía en la disyuntiva de permitir la entrada de capitales en sus mercados, con el consecuente

efecto inflacionario, o tomar las medidas para que esa entrada de capitales no afectase a las magnitudes internas. La evidencia de que las intervenciones cambiarias de los bancos centrales eran insuficientes (consecuencia, entre otras causas, de la indecisión de las autoridades sobre la adopción de otro tipo de medidas adicionales, y la necesidad de una actuación coordinada y decidida, que crease la sensación de que los países del sistema eran capaces de hacer frente al problema), y ante el creciente movimiento especulativo de capitales por la creencia en un inevitable reajuste, el gobierno alemán optó por la última actuación mencionada, y en diciembre de 1.986, incrementó sus tipos de interés, reduciendo los diferenciales de interés que mantenía con los restantes países del sistema, lo que hacía que el realineamiento de las monedas fuese sólo cuestión de tiempo. El 12 de enero de 1.987 se llevó a cabo el último realineamiento de monedas del Sistema Monetario Europeo hasta la crisis de 1.992, tras la firma del Tratado de la Unión Europea (al no tener esta consideración el reajuste derivado de la incorporación de la lira italiana a la banda estrecha de fluctuación, en enero de 1.990), y tuvo como efecto:

- * La revaluación del marco alemán y el florín holandés en un 3 % .
- * La revaluación de los francos belga y luxemburgués en un 2 % .

Las restantes monedas no se modificaron directamente (aunque, evidentemente, resultaron devaluadas respecto a las monedas citadas).

Este undécimo reajuste llevó a la convicción de que el Sistema Monetario Europeo necesitaba una reforma, y el estudio de la misma, como veremos a continuación, llevó a plantear en un plazo muy breve la necesidad de llevar a cabo la Unión Monetaria Europea, coincidiendo todo ello con el proceso de incorporación de la peseta en el mismo. Además, en Julio de este mismo año se produjo la entrada en vigor del Acta Unica Europea, cuyo desarrollo, como ya se ha indicado, precisaba de una modificación sustancial de la armonización de las políticas de los países miembros y la cooperación de los mismos para lograr el mercado interior único que se perseguía con la modificación que se había producido en el Tratado de Roma. La crisis del Sistema Monetario Europeo de 1.992, una vez iniciado el proceso de unificación, y precisamente por él, hizo patente la necesidad de la reforma del sistema que, no obstante, no se afrontaría en el primer momento de la crisis, y que en los primeros análisis que se llevaron a cabo por el Comité Monetario y el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, se consideró innecesario, mientras se planteaba la necesidad de incidir en la solución de los problemas originales, la falta de coordinación económica entre los países del sistema, y la pérdida de voluntad de mantener la estabilidad cambiaria.

El periodo de asentamiento: El principio de la Unión Monetaria

Como ya se ha indicado con anterioridad, en febrero del año 1.986 se firmó el Acta Unica Europea. Consecuencia inmediata de este hecho fue que la Comisión Europea decidiera ese mismo año dar carácter prioritario al proceso de liberalización de los movimientos de capitales dentro de la Comunidad, estableciendo

para ello un programa en el que se establecían dos etapas diferenciadas para conseguir, primero, que se liberalizasen aquellas operaciones directamente relacionadas con el buen funcionamiento del mercado interior común, que era objetivo prioritario del Acta Unica Europea para 1.993, y para lograr una relación perfecta de los diferentes mercados financieros de los Estados miembros. En una segunda etapa, íntimamente relacionada con el Sistema Monetario Europeo, se liberalizarían todos los movimientos de capitales, incluidos los servicios financieros.

La primera etapa, que comenzó tras la aprobación de la correspondiente Directiva del Consejo en noviembre de 1.986, y entró en vigor a partir de febrero de 1.987 (99), una vez se llevó a cabo el undécimo realineamiento de paridades del Sistema Monetario Europeo, se concretó en eliminar las excepciones existentes al cumplimiento de las obligaciones comunitarias en la materia y a una extensión de estas obligaciones.

Hasta 1.986, solamente el Reino Unido y Alemania habían suprimido las restricciones sobre las transacciones de capital. En la misma línea se movían Luxemburgo y Bélgica, si bien los dos países (unidos por una normativa cambiaria común) mantenían un doble mercado de cambios, para operaciones corrientes y financieras, no estando sometido a la disciplina del SME más que el referido a las operaciones corrientes, si bien no hay una gran discrepancia entre ambos. Igualmente, Holanda cumplía las obligaciones comunitarias en materia de liberalización en el movimiento de capitales, e incluso lo hacía extensible a otras operaciones para las que no existía esa obligación. Los restantes países miembros mantenían importantes restricciones. El objetivo de la Comisión fue eliminar al máximo todas las restriccio-

nes de forma inmediata. Las últimas excepciones eliminadas en estas fechas fueron el régimen de salvaguardia a favor de Francia, en Junio de 1.986, y el que disfrutaba Italia, en Julio de 1.987, con lo que sólo Irlanda y Grecia, como consecuencia de autorizaciones relacionadas con cláusulas de salvaguardia debidamente justificadas, y España y Portugal, en virtud de sus respectivos Tratados de Adhesión, podían mantener excepciones a un total cumplimiento de las obligaciones comunitarias en materia de liberalización de movimientos de capitales.

En una nota del Presidente de la Comisión al Presidente del Consejo, en abril de 1.987, que tuvo su origen en la reunión de los ministros de economía y finanzas en Knokke, se establecía que "El primer periodo del Sistema Monetario Europeo habrá sido una etapa de convergencia dolorosa ... Esta primera fase llega a su fin, y el reajuste de paridades del 12 de enero de 1.987 constituye probablemente su punto final ..."

Es en este contexto cuando, el 12 de mayo, el Banco de España procedió a la firma del Acta de Adhesión al Acuerdo de Basilea de 1.979 (sin que ello implicase ni la inclusión de la peseta en la "bolsa de monedas" que constituyen el ECU, ni la participación en el Sistema Monetario Europeo), por lo que España se comprometía a depositar el 20 % de sus reservas en oro y dólares en el FECOM, obteniendo su contravalor en ECUs mediante la articulación de acuerdos "swaps" (como veremos más adelante).

Otro aspecto a considerar en el cambio en la evolución del Sistema Monetario Europeo, iniciando una etapa de asentamiento, es que, tras el reajuste de paridades de 12 de enero de 1.987, el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales y el Comité Mone-

tario comenzaron a analizar los aspectos del sistema que sería preciso modificar para darle una mayor capacidad y velocidad de reacción, lo que dió lugar a un informe que fue presentado a la consideración de los Ministros de Economía y Hacienda el 12 de septiembre de 1.987, en Nyborg. En este informe se recomendaba utilizar todos los instrumentos de la política cambiaria de una forma equilibrada, es decir, combinar adecuadamente las medidas de intervención cambiarias con las actuaciones sobre los tipos de interés y la posibilidad de alteración de las paridades o la simple variación del tipo de cambio dentro de la correspondiente banda de fluctuación, no dejando que sea exclusivamente mediante intervenciones cambiarias como se intente combatir las tensiones, ya que un "manejo más activo" de los diferenciales de interés permite una mejor redistribución de los movimientos de capital que las provocan, que se verán desincentivadas, además, si se logra un manejo flexible de la banda de fluctuación. Para lograr todo ello, los gobernadores de bancos centrales y el Comité Monetario recomendaron la utilización, junto al indicador de divergencia, de otros indicadores cuantitativos, basados no sólo en la evolución de las tres variables citadas (tipos de cambio, diferenciales de interés y niveles de intervención cambiaria), si no también en los datos y estadísticas de que disponen los referidos Comités, y que proporcionan información sobre todas las variables que afectan a la balanza de pagos de los diferentes países, siendo conveniente no desaprovecharla. Así mismo se propuso la modificación del indicador de divergencia, para tratar de evitar la influencia que sobre el sistema tienen las monedas que no participan en él, y referirlo a una media del peso de las monedas que participan en el mismo.

Sin embargo, estas medidas no fueron llevadas a efecto, quedando limitada la actuación a la reforma parcial de la financiación a muy corto plazo (FMCP), como veremos cuando analicemos esta parte del sistema.

El Acta Unica Europea

En Julio de 1.987 entró en vigor el Acta Unica Europea, cuya firma se había producido en Luxemburgo, el 17 de febrero de 1.986 (y en La Haya, el 28 de ese mismo mes), con lo que se hacía efectiva la primera reforma del Tratado de Roma (así como los Tratados Constitutivos de la CECA y el EUROATOM).

El artículo segundo del Acta Unica Europea institucionaliza el Consejo Europeo, y establece que estará formado por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros, así como por el Presidente de la Comisión de las Comunidades Europeas, debiéndose reunir, al menos, dos veces al año.

En virtud de la nueva redacción de los artículos 28, 59 y 70 del Tratado de Roma, establecida en el artículo 16 del Acta Unica, se refuerza el procedimiento de aprobación por mayoría cualificada, reservándose la regla de la unanimidad para la aprobación de aquellas directivas que "constituyan un retroceso en materia de liberalización de los movimientos de capitales" (lo que reforzaba aún más el proceso de liberalización emprendido). Igualmente se reservaba la necesidad de la unanimidad para la adopción de normativas fiscales comunes y las relativas a los derechos de los trabajadores por cuenta ajena, y a la libre circulación de personas.

El artículo 13 del Acta Unica Europea introduce una importante ampliación de los Principios recogidos en el Tratado de

Roma, al añadir tres artículos (8 A, 8 B y 8 C) al artículo 8 del mismo. En el artículo 8 A se establece un nuevo objetivo: El establecimiento progresivo de un mercado interior consistente en "un espacio sin fronteras interiores, en el que la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales estará garantizada de acuerdo con las disposiciones del presente Tratado". El periodo para lograrlo debe terminar el 31 de diciembre de 1.992.

Pero el logro de este objetivo obligaba a los países comunitarios regular de forma explícita los aspectos monetarios, que en el Tratado de Roma habían sido obviados, así como a incorporar los avances que en materia de cooperación económica y monetaria se habían alcanzado, y que debían servir de base para lograr una futura unión económica y monetaria. Así, se incorporan dos nuevos artículos (100 A y 100 B), relativos a la aproximación de legislaciones de los países miembros, y se inserta, en el Título II, un nuevo capítulo 1 sobre "Cooperación en materia de política económica y monetaria (Unión económica y monetaria)", contenido en el artículo 102 A, por el que se establece que los Estados miembros tendrán en cuenta para garantizar la convergencia de las políticas económicas y monetarias, necesarias para el desarrollo ulterior de la Comunidad, las experiencias adquiridas por medio de la cooperación en el marco del sistema monetario europeo y del desarrollo del Ecu.

Con estas modificaciones del texto original del Tratado de Roma, todo el proceso que hemos visto hasta el momento queda incorporado en el mismo, superándose los conceptos de "coordinación" y "cooperación" existentes hasta el momento en introduciéndose el de "convergencia", al mismo tiempo que se corrigen

las deficiencias que en materia monetaria contenía el primitivo texto.

El Acuerdo Franco-Alemán de noviembre de 1.987

Logicamente, la entrada en vigor del Acta Unica Europea no supuso la paralización del proceso económico que hemos venido considerando. Muy al contrario, como ya sucediera con anterioridad, los acontecimientos internacionales no iban a contribuir a proporcionar unas condiciones óptimas al proceso iniciado. En octubre de 1.987 se produjo una fuerte caída de la bolsa de Wall Street (108 puntos, el viernes 16 y 508,32 puntos el lunes 19 -la caída mayor de su historia hasta ese momento, superando en valor absoluto a la del "martes negro" de 1.929), reflejando la grave situación por la que atraviesa la economía americana (con un dólar cayendo en picado, después de alcanzar los máximos históricos respecto a todas las monedas dos años antes, un creciente déficit presupuestario, como consecuencia de la política de no incrementar la presión impositiva -en lo que parece ser la aplicación a ultranza de la Teoría de Laffer-, y un déficit comercial que ni el hundimiento del dólar logra detener, al estar basado en un consumismo que, alentado por la congelación de los impuestos procura comprar en el momento presente lo que sabe, o intuye, que no va a poder adquirir en un futuro más bien cercano.

La crisis de Wall Street da lugar a que se produzca el temor de una repatriación de capitales europeos, que presionen al marco alemán, provocando una crisis en el Sistema Monetario Europeo. Sin embargo, la rápida actuación de las autoridades económicas norteamericanas, y el acuerdo alcanzado entre los Esta-

dos Unidos y la República Federal Alemana para sostener al dólar, que se completaría por la decidida actuación de otros bancos centrales, entre ellos el español, para mantener la cotización de la divisa americana, va a originar que la crisis no se desarrollase con la dureza que podía esperarse.

No obstante, la caída de la bolsa neoyorkina tuvo dos efectos muy importantes a nivel mundial y dentro del ámbito comunitario. En el contexto mundial, los Estados Unidos, ante la necesidad de nuevos capitales que compensen su creciente déficit comercial, entran de forma clara en la "guerra de intereses" que se estaba desarrollando a nivel europeo, convirtiéndose en un fuerte competidor de los restantes países "deudores". En la esfera comunitaria, el Banco Central de Francia emitió un comunicado en el que manifestaba su decisión de dejar de apoyar directamente a la divisa americana, ya que en menos de diez días, debido a la fortaleza del marco alemán, había perdido los "beneficios" obtenidos en el último realineamiento de enero. Este comunicado coincidió con la decisión de la República Federal de reducir el interés nominal a corto y medio plazo, y el real a largo plazo (mediante la elevación, en este último caso, de la cotización de las obligaciones y de la reducción del rendimiento que ofrecían). El hecho de que el dólar continuase su caída dió lugar a una iniciativa "común" de las autoridades alemanas y francesas para estabilizar la paridad de sus respectivas monedas en el contexto del Sistema Monetario Europeo mediante la actuación en sus respectivos tipos de interés, lo que se tradujo en una inmediata del tipo "lombardo" (de pignoración de títulos) por parte del Bundesbank, pero manteniendo el tipo de descuento para no incentivar su mercado interno, y redujo en un

0,3 %, desde el 3,8 % en que estaba situado, el tipo de préstamo bancario sobre valores (que constituye uno de los principales sistemas de refinanciación a corto plazo del sistema alemán). Por su parte, Francia elevó tanto su tipo de interés básico como el que rige para las operaciones de préstamos bancarios con garantía de valores.

Esta actuación concertada permitió que una crisis de la divisa americana, combinada con una situación de incertidumbre a nivel mundial por la reciente crisis bursátil, no tuviese los efectos en el Sistema Monetario Europeo que toda alteración importante en el dólar había provocado hasta la fecha. Además, la firme decisión de sostener el franco tanto por las autoridades galas como germanas tuvo dos consecuencias muy beneficiosas: en primer lugar, puso de manifiesto que existía una fuerte decisión por parte de los dos países más importantes del Sistema Monetario Europeo de mantener y mejorar el mismo, y en segundo lugar, demostró que una actuación concertada de las autoridades económicas de los países miembros del sistema podía evitar, o al menos suavizar de forma importante, la inestabilidad que las fluctuaciones de la divisa americana provocaban en sus economías.

Sin embargo, resultaba claro que este acuerdo franco-alemán para sostener al franco francés no podía mantenerse de forma indefinida, y menos en un contexto en el que el dólar seguía su caída y las bolsas mundiales reflejaban, con nuevos importantes descensos (un 58,85 % perdió el Dow Jones el lunes 9 de noviembre), que la economía americana no había afrontado la solución de ninguno de sus problemas.

Así lo entendieron los gobernadores de bancos centrales de

la Comunidad que, en su reunión del 9 de octubre de 1.987, en Basilea, decidieron dar soporte al dólar mediante actuaciones de política monetaria, pero instaron a las autoridades americanas a que adoptasen medidas fiscales destinadas a reducir los desequilibrios de su balanza de pagos y a asegurar la estabilidad de los cambios.

Esta actuación coordinada de los países comunitarios supone el inicio, en la práctica, del proceso de acuerdos "generales", con excepciones casi siempre importantes, cuya concreción se realiza en las "cumbres" de Jefes de Estado y de Gobierno que tienen lugar en la capital del país que, por turno, preside la Comunidad durante el semestre, y que se celebra a la finalización del mismo. Como sucediera con los diferentes realineamientos de las paridades de las monedas dentro del Sistema Monetario Europeo, que sirvieron para estructurar la evolución del mismo en lo que hemos considerado su periodo de ajuste, las diferentes cumbres nos van a permitir analizar los avances que se fueron alcanzando en el camino hacia la Unidad Monetaria Europea, si bien junto a ellas van a aparecer ciertos hechos determinantes en esta evolución que merecen su propia consideración.

La Cumbre de Copenhague

Como ya hemos visto, la entrada en vigor del Acta Unica en Julio de 1.987 obligaba de hecho a comenzar a adoptar medidas dirigidas a lograr los objetivos de convergencia previstos en la misma. Como también he comentado, la Comisión ya había comenzado el proceso legislativo necesario para lograr la liberalización de los movimientos de capitales en la Comunidad, superando la situación de "paralización" que el proceso había expe-

rimentado desde la Directiva de 18 de diciembre de 1.962 (modificando la primera Directiva de 11 de marzo de 1.960), y propuso al Consejo la aprobación de una Directiva (86/566/CEE) que modificase las dos anteriores. Esta Directiva fue aprobada el 17 de noviembre de 1.986, y entró en vigor a finales de febrero de 1.987, ampliando la obligación de liberalización incondicional de los créditos a largo plazo relacionados con transacciones comerciales o con prestaciones de servicios en los que participe un residente; la adquisición de títulos no negociados en bolsa; y la admisión de títulos de una empresa de un Estado en el mercado de capitales de otro Estado miembro.

Con ello se lograba culminar la primera fase de liberalización de los movimientos de capitales contemplada en el Libro Blanco para el logro del mercado interior, elaborado por la Comisión a petición del Consejo Europeo de Bruselas, en marzo de 1.985, y aprobado por el Consejo Europeo celebrado en Milán, los días 28 y 29 de junio de 1.985, consistente en un informe sobre la situación en esa fecha del proceso de integración de la Comunidad y una serie de medidas (más de trescientas) para lograr el objetivo del mercado único, y en el que, como ya se ha indicado, se daba un carácter prioritario al proceso de liberalización de los movimientos de capitales y se establecía un programa estructurado en dos etapas diferenciadas, dirigidas a lograr en primer lugar la liberalización de las operaciones directamente relacionadas con el buen funcionamiento del mercado interior común y permitir una perfecta relación de los diferentes mercados financieros de los Estados miembros, y en una segunda etapa, la liberalización de todos los movimientos de capital.

La Cumbre de Copenhague, celebrada los días 4 y 5 de diciembre de 1.987, debía poner en marcha las medidas contenidas en el Libro Blanco, y una vez alcanzada la primera etapa del denominado Plan Delors, completar la normativa liberalizadora de los movimientos de capital, cuya segunda fase se recogía en una propuesta de Directiva -COM(87)550- para la puesta en práctica del artículo 67 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Económica Europea. Sin embargo, las diferencias eran tan importantes y los intereses tan encontrados que fue imposible alcanzar los acuerdos precisos, planteándose seriamente la idea de "la Europa de dos velocidades", o como el propio Presidente de la Comisión, Jacques Delors, redefinió "la Europa de dos voluntades".

Sin embargo, todos los países miembros eran conscientes de la necesidad de tomar medidas para avanzar en el camino de la integración si no se quería perder los logros alcanzados hasta esa fecha, así como reconocían que la incapacidad de llegar a acuerdos relevantes podía tener efectos perniciosos en el futuro desarrollo de la Comunidad. Por todo ello, al no alcanzarse ningún acuerdo concreto en la Cumbre de Copenhague, los Jefes de Estado y de Gobierno decidieron la convocatoria de una cumbre extraordinaria, en Bruselas, en la que se solventasen los problemas que impedían el acuerdo. Estos se concretaban esencialmente en las reformas agraria y presupuestaria (íntimamente relacionadas), así como la participación de los nuevos países en el denominado "cheque inglés". Pero, aún sin acuerdos concretos, la Cumbre de Copenhague resultó muy beneficiosa desde el punto de vista de plantear los diferentes temas que deberían ser afrontados para alcanzar el mercado interior, y los proble-

mas a los que se debía dar solución. Se analizaron, además del proceso de liberalización de capitales, el problema de la moneda comunitaria, el de la creación de un banco central europeo, la necesidad de una convergencia real de las economías, una solidaridad entre las naciones, y una mayor cooperación tecnológica, monetaria e, incluso, científica. En definitiva, se plantearon los temas relacionados con un proyecto común, que en las posteriores cumbres se fueron plasmando en compromisos concretos, que en ese momento no fueron posibles.

Un reflejo de la importancia de los problemas planteados en la Cumbre de Copenhague, y de la concienciación ante todos los factores que influyen en la economía europea, lo constituyen las constantes declaraciones que diversas autoridades realizan al comenzar el año 1.988, que reflejan la toma de posiciones de los diferentes países ante los mismos. Así, el Secretario General del Consejo de Europa, Marcelino Oreja, presentó ante la Academia Diplomática Internacional un informe en el que se recogía la necesidad de afrontar tres aspectos esenciales en la construcción europea: el defensivo, el social y el económico. Dentro de este último consideraba imprescindible consolidar una unión monetaria que cree una zona de estabilidad, la coordinación de las políticas monetarias y presupuestarias, la armonización de las reglamentaciones bancarias y la conversión del ECU en moneda de reserva, pudiendo ser utilizada libremente.

Eduard Balladur, ministro de finanzas francés, expresaba la necesidad de poner fin a la era de la flotación e ir hacia un rígido sistema de cambios, con un sistema de referencias no basado en una sola moneda (en clara referencia tanto al dólar, que había experimentado una nueva muestra de debilidad al caer

fuertemente en las postrimerías del año 1.987, como al marco alemán, cuya creciente influencia en el Sistema Monetario Europeo no era bien vista por las autoridades galas). Balladur sugería la creación de un Banco Central Europeo, encargado de la administrar una sólo divisa común (no única, como dejó bien claro en la conferencia dada en la sede del Banco Exterior de España, en Madrid, en 1.989), que podría ser el propio ECU.

El Vicepresidente del Bundesbank, Helmut Schlesinger, tras la firma del acuerdo franco-alemán mediante el que se creó el Consejo Económico y Financiero, común a ambos países, declaró que las diferencias de política económica y financiera entre los países comunitarios y las discrepancias en la valoración de la estabilidad monetaria eran tan importantes que no propiciaban la creación de un Banco Central Europeo. Estas reservas ya habían sido previamente manifestadas por el Presidente del Bundesbank, que había destacado que, en el caso de que se constituyese en su día debería ser independiente tanto de los gobiernos nacionales como de la Comisión y del Consejo de Ministros de la Comunidad (con lo que planteaba otro de los problemas que posteriormente habrían de ser motivo de discusión, el estatuto de dicha Entidad). El 21 de marzo de 1.988 se celebró la primera reunión del Consejo Económico y Financiero Franco-Alemán, y uno de los principales asuntos tratados en la reunión fue la creación de un Banco Central Europeo. La base de esta discusión fue un informe del Ministro de Finanzas alemán, en su calidad de Presidente del Consejo de Ministros de Finanzas de la Comunidad, Gerhard Stoltenberg, que determinaba la necesidad de lograr una previa liberalización de los movimientos de capitales en todos los países comunitarios, así como la realización del

mercado único. En cualquier caso, se adivinaba cual iba a ser la principal preocupación durante el segundo semestre de 1.988, periodo en el que Alemania ostentaría la presidencia de la Comunidad.

Por parte española, la atención en este año estaba centrada en la conveniencia de entrar a formar parte del mecanismo del Sistema Monetario Europeo (respecto a lo que existía una opinión mayoritaria favorable), y en particular respecto a la forma y el momento en que esta integración debía producirse (lo que ya era más controvertido, en particular en lo referente al último aspecto). España estaba haciendo un gran esfuerzo para reducir las diferencias estructurales con Europa y, salvo por los niveles de desempleo y déficit público, dichos esfuerzos empezaban a dar su fruto, ya que un mayor crecimiento de nuestra economía respecto a los países europeos, había sido compatible con una importante reducción del diferencial de inflación con la Comunidad, pasando del 6,1 en diciembre de 1.987 a poco más del 1,1 al finalizar 1.988, es decir, se había reducido el diferencial en unos cinco puntos en tan sólo un año, aunque la reducción de la inflación se había logrado mediante el mantenimiento de tipos de interés extremadamente altos, que provocaban la masiva entrada de capitales extranjeros y la revalorización de la peseta, lo que constituía un claro obstáculo para la exportación, si bien favorecía la importación de bienes de equipo y una oferta que sumada a la interna reducía las tensiones inflacionistas que hubiese producido de otro modo una creciente demanda, pero con el coste en empleo que esta situación lleva aparejada. El Gobernador del Banco de España, Mariano Rubio, en la XXI Jornada Internacional Bancaria expresó la conveniencia

de la incorporación de España al Sistema Monetario Europeo, debido a la disciplina económica en materia de precios que exige la pertenencia al mismo. Como puede verse, la discusión en el ámbito español estaba lejos de centrarse en la creación de un banco central europeo, y la implantación de una moneda única, sin que ello quiera decir que no se tuviesen en cuenta los relevantes asuntos que se iban a tratar en la Cumbre de Hannover, sino que eran otros problemas los que acaparaban la atención de los agentes económicos españoles y de las propias autoridades, y en el terreno monetario la prioridad estaba puesta en nuestra futura incorporación al ECU, y la posible (y muy probable) participación en el Sistema Monetario Europeo. Los asuntos que se discutieron en la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno, en Bruselas, relativos a las reformas agrícola y presupuestaria de la Comunidad acapararon el resto de la atención, por sus directas repercusiones en nuestra economía doméstica.

La Cumbre extraordinaria de Bruselas

El acuerdo del Consejo Europeo de Copenhague de aplazar la decisión final sobre la profunda reforma de las finanzas comunitarias hasta una sesión extraordinaria del citado Consejo, a celebrarse en Bruselas, exigía que se desarrollase una negociación de los aspectos que la ampliación de la Comunidad Europea en 1.986, con la incorporación de España y Portugal, y la entrada en vigor del Acta Única Europea en Julio de 1.987, hacían necesario modificar, y solucionar de forma definitiva (o al menos práctica) algunos de los problemas que anteriores adhesiones, y en particular la británica, habían generado, y que de persistir harían imposible alcanzar el objetivo del mercado in-

terior.

La necesaria reforma estaba dirigida a dos aspectos distintos, pero muy relacionados entre sí: el agrícola, con unos excedentes crecientes; y el presupuestario.

El problema agrícola

El sistema de "precios suelo" determinado en la Política Agrícola Común había dado lugar a que se explotasen tierras de labor cuya rentabilidad, a precios internacionales, era nula. La adquisición de la producción agrícola de los excedentes no vendidos se traducían en unos crecientes gastos a los que debía hacer frente el Fondo de Orientación y Garantía Agraria (FEOGA) que difícilmente podían ser mantenidos de forma indefinida.

La entrada en la Comunidad del Reino Unido vino a añadir un nuevo factor distorsionante, ya que si bien tenía una agricultura de poca importancia relativa su consumo de estos productos estaba tradicionalmente dirigido (como consecuencia de su pasado colonial, y un proceso de descolonización bien desarrollado) hacia países extracomunitarios, con lo que sus gastos agrícolas dentro de la Comunidad eran muy reducidos, mientras que sus aportaciones al presupuesto comunitario eran elevadas, dada su importancia económica y la estructura de imposición indirecta que mantiene (la base del impuesto sobre el valor añadido es relativamente alta con respecto a su producto nacional bruto).

Para solucionar esta situación en el Consejo Europeo de Dublín, celebrado en marzo de 1.975, se decidió aplicar un mecanismo de compensación para "aquellas economías sujetas a una carga financiera inadecuada", consistente en el reembolso parcial de la contribución ingresada en concepto de IVA, que es lo

que se conoce con el sobrenombre del "cheque inglés", indicando claramente que, pese a su aparente carácter general, sólo este país se beneficiaba realmente de esta compensación. Nuevamente en Dublin, en el Consejo Europeo celebrado en noviembre de 1.979, se decidió la aplicación de un segundo mecanismo corrector consistente en la asignación de gastos a favor del Reino Unido.

Sin embargo, la implantación de este segundo mecanismo provocó la reacción alemana, que hizo valer su condición de máximo contribuyente neto al presupuesto comunitario para solicitar, o mejor sería decir exigir, que se redujese su participación en la financiación de la compensación al Reino Unido, logrando que se redujese en un tercio.

Por último, en el importantísimo Consejo Europeo de Fontainebleau, de junio de 1.984 (en el que, entre otros asuntos, se adoptó la decisión de ampliar la Comunidad, admitiendo a España y Portugal), tras acordar elevar el límite máximo de los recursos propios del IVA al 1,4 %, se estableció un nuevo mecanismo de compensación basado en el principio de corrección en origen, que entraría en vigor a partir de 1.986.

La adhesión en 1.986 de España y Portugal, dos países con una importante agricultura, sólo provocó nuevos problemas en el campo que estamos considerando, ya que desde un principio plantearon discrepancias sobre la aportación a la compensación realizada al Reino Unido que les había sido asignada. Además, la producción agrícola de ambos países, en particular en lo que a producción láctea y vinícola se refiere, venía a agravar los importantes problemas de sobreproducción existentes en la Comunidad.

La solución alcanzada en la Cumbre de Bruselas en relación con el problema agrario se concretó en una disminución de la aportación de los nuevos países miembros al "cheque inglés", si bien menor que la solicitada por los mismos, unida a la aprobación de programas de ayudas dirigidos tanto al abandono de tierras marginales, como al "estímulo al abandono temporal de las tierras cultivadas que podrá ir acompañado de una ayuda directa a la renta" para aquellas dedicadas al cultivo de productos excedentarios, junto al establecimiento de un programa de Jubilación anticipada de agricultores y ganaderos.

Al mismo tiempo, desde un punto de vista presupuestario, se limitó el ritmo anual de crecimiento de los gastos a los que debía hacer frente el FEOGA "Garantía", fijándolo en un 74 % de la tasa de crecimiento anual del producto nacional bruto comunitario, y se estableció un sistema de depreciación de las existencias agrarias, a efectos de lograr en 1.992 su normalización.

El problema presupuestario

Desde el punto de vista presupuestario, la Comunidad se enfrentaba a una situación insostenible, ya que junto a los problemas derivados de la aplicación de los principios de la Política Agrícola Común, que hemos visto en el apartado anterior, se había "institucionalizado" un constante enfrentamiento entre el Consejo y el Parlamento Europeo a partir de 1.975, con la entrada en vigor del artículo 203 del Tratado de Roma (que faculta a éste último a enmendar el presupuesto, en lo referente a los gastos no obligatorios (GNO), proponer su modificación, respecto a los gastos obligatorios (GO) o, incluso, rechazar-

lo). Este enfrentamiento se había agudizado desde 1.979, fecha en la que los miembros del Parlamento Europeo fueron elegidos por sufragio universal, provocando el rechazo de los presupuestos de 1.980, el rectificativo y suplementario de 1.982 y el de 1.985, así como múltiples recursos ante el Tribunal de Justicia.

La raíz de ambos problemas, agrarios e institucionales, estaba en una clara insuficiencia de los recursos propios de la Comunidad, así como su inestabilidad e inseguridad, el cada vez mayor desajuste que esta insuficiencia de recursos generaba entre los mismos y las crecientes necesidades de la Comunidad, y la necesaria reforma de los fondos estructurales (FEDER, FSE y FEOGA), para adaptarlos tanto a la nueva situación como al incremento de los recursos. En Bruselas se aprobó la reforma financiera de la Comunidad, siendo aprobados los textos legales derivados de ese mandamiento de los Jefes de Estado y de Gobierno el 24 de Junio de 1.988 (con excepción del Acuerdo Interinstitucional sobre la disciplina presupuestaria y la mejora del procedimiento presupuestario, que lo fue el 29 de Junio).

La reforma se concretó en los siguientes aspectos:

- La fijación de unos recursos propios suficientes y seguros para garantizar el correcto funcionamiento de la Comunidad durante el periodo considerado (1.988-92).

Para lograrlo se establecieron unos nuevos límites máximos globales calculados en porcentajes del producto nacional bruto total de la Comunidad, y que iban del 1,15 % , para 1.988, al 1,20 % , para 1.992; al mismo tiempo se ampliaron los mismos con nuevos recursos, garantizando el porcentaje del 1,4 % de los ingresos por

el IVA (con la limitación para la base del 55 % del producto nacional bruto de cada país), y la creación de unos recursos "marginales" relacionados con todos los demás recursos. Asimismo, se mantenía la compensación al Reino Unido, si bien el reparto de la misma entre los once miembros restantes se realiza en función de su respectivo producto nacional bruto (con la reducción de un tercio para Alemania, y un reembolso decreciente en los casos de España y Portugal.

- La determinación de medidas de disciplina presupuestaria, basadas en unas previsiones financieras para el periodo considerado y el control del gasto agrario, unido a una mejora de la gestión presupuestaria y a la reforma del reglamento financiero.

- La reforma de los fondos estructurales, garantizándose su crecimiento a medio plazo, así como su duplicación, en términos reales, a la finalización del periodo.

Como ya se ha indicado, todos estos acuerdos se plasmaron en sendas Decisiones del Consejo de 24 de Junio de 1.988, a las que se sumó un Acuerdo Interinstitucional sobre disciplina presupuestaria y mejora del procedimiento presupuestario de 29 de ese mismo mes y año (100). Con ello, el camino hacia el mercado único europeo era posible, si bien tan sólo se había dado el primer paso.

La Cumbre de Hannover

Una vez que en Bruselas quedaron salvados, que no resueltos, los dos problemas principales que impedían la consecución del mercado único, el presupuestario y el agrícola, las autoridades comunitarias, y los Jefes de Estado y de Gobierno de los países miembros, podían afrontar los restantes problemas que el objetivo propuesto exigía solucionar: la liberalización de los movimientos de capital y la convergencia de las políticas económicas, la creación de un banco central europeo, la implantación de una moneda única, y los aspectos sociales que resulta necesario coordinar para poder desarrollar armónicamente dicho mercado interior. El que la presidencia de la Comunidad la ostentase un país fuerte como Alemania iba a resultar muy favorable para alcanzar logros en materia monetaria, tanto más cuando se trataba del país que más fondos aportaba a las arcas comunitarias y, sin duda, el que había venido marcando la marcha del Sistema Monetario Europeo durante los últimos años, además de haber forzado a una disciplina monetaria y cambiaria al resto de los países.

El canciller alemán Helmut Kohl había conseguido que durante el semestre en que Alemania presidía la Comunidad se lograsen importantes avances en las diferentes negociaciones que se llevaban a cabo como preparación de la Cumbre de Hannover (y los acuerdos de la Cumbre extraordinaria de Bruselas eran una buena prueba de ello), ya que en este periodo se aprobaron cerca de ochenta medidas necesarias para la creación del mercado interior único (de las casi trescientas que en el Libro Blanco se habían planteado como imprescindibles para lograrlo) destacando entre ellas el acuerdo sobre liberalización de movimien-

tos de capitales recogido en la Directiva del Consejo de la Comunidad Económica Europea 88/361, de 24 de junio de 1.988, que (con la excepción de los países recientemente adheridos, España y Portugal, y de Irlanda y Grecia, que tenían de plazo hasta el año 1.993 - e incluso, hasta el año 1.995, en el caso de Grecia y Portugal-) debía tener efectividad desde el primero de julio de 1.990. Como preparación de la cumbre que habría de celebrarse en Hannover, a la finalización de su presidencia, el canciller Kohl expuso cuales iban a ser las cuestiones debatidas, concentrándose la mayoría de ellas en aspectos de política monetaria. El reforzamiento del Sistema Monetario Europeo, en un contexto de libertad de movimientos de capitales, que exigirla nuevos compromisos, y la integración de los países que todavía se encontraban fuera de su mecanismo; la creación de un banco central europeo (en consonancia con lo manifestado en la primera sesión del Consejo Económico Financiero Franco-Aleman), como paso previo para conseguir una moneda única. Lógicamente, este planteamiento contó desde un primer momento con la oposición británica. La Primera Ministro, Margaret Thatcher, declaró en la Cámara de los Comunes del parlamento británico que sólo podría haber un banco central europeo independiente cuando haya unos Estados Unidos de Europa bajo un Gobierno Soberano, y no bajo doce, y cuando todos los países tengan la misma política económica.

Grupo de Trabajo para la Unión Monetaria (Comité Delors)

El Consejo Europeo, reunido en Hannover los días 27 y 28, acordó en su primera jornada la formación de un Comité encargado del estudio sobre la creación de un Banco Central Europeo,

determinándose que dicho grupo de trabajo estaría formado por los Gobernadores de los doce Bancos Centrales, el Presidente de la Comisión (correspondiendo esta función a Jacques Delors, que fue confirmado por dos años más para ese cargo), un miembro de esa Comisión Europea (recayendo el nombramiento posteriormente en el Comisario de Agricultura, el holandés Frank Adriessen), y tres expertos (cuya ulterior designación recayó en el español Miguel Boyer, Presidente del Banco Exterior de España en esos momentos, el belga Alexandre Lamfalussy, Director General del Banco Internacional de Pagos de Basilea, y el danés Niels Tyge-ssen, profesor de Economía Internacional en la Universidad de Copenhague). Este grupo de expertos debería proponer un proyecto al Consejo y establecer un calendario para la implantación de dicho organismo. Esta decisión contó únicamente con la oposición británica, si bien con suficiente fuerza para que la decisión inicial fuese modificada de forma que, aunque se mantuvo la formación del grupo de expertos desapareció toda referencia explícita al Banco Central Europeo, recibiendo el grupo de expertos la denominación de "Grupo de Trabajo para la Unión Monetaria" el cual debería presentar sus conclusiones al Consejo Europeo en su reunión de Madrid, en junio de 1.989, bajo la presidencia española.

En esta cumbre quedaron pendientes los acuerdos sobre la creación de un espacio social europeo, defendidos por España, y que, aunque fueron presentados por la presidencia Alemana y apoyados por el Presidente de la Comisión, fueron diferidos a una cumbre posterior.

En octubre de 1.988 el fuerte déficit de la economía americana provoca una nueva caída del dólar, con el consabido efecto

sobre el marco alemán. Esta situación provocó fuertes tensiones en el Sistema Monetario Europeo que hicieron pensar en un nuevo realineamiento de paridades dentro del mismo, ya que las autoridades francesas se habían visto obligadas a sostener el franco mediante importantes intervenciones en el mercado de divisas. Este realineamiento parecía inevitable a finales del mes de noviembre, si bien la reunión del Grupo de los Siete, a petición de Francia y la República Federal Alemana, que adoptó confirmar y relanzar los Acuerdos del Louvre sobre la estabilización del dólar, permitieron salvar la situación.

El año 1.989 se iniciaba, respecto a los aspectos considerados en este trabajo, con la presentación ante el Parlamento Europeo, por parte de Jacques Delors de la nueva Comisión, por él presidida. En esta intervención Delors anticipó una nueva idea sobre la creación de una entidad monetaria común dentro de la Comunidad. Esta propuesta consistía en la creación de un "sistema europeo de bancos centrales", al estilo de la Reserva Federal Americana, en vez de crear un Banco Central Europeo, diferenciado de los Bancos Centrales de cada uno de los países miembros. Esta propuesta fue posteriormente expuesta por Miguel Boyer, miembro del Comité Delors para la Unidad Monetaria, en el transcurso de un seminario sobre el futuro del Sistema Monetario Europeo y sus consecuencias para la unidad europea y el sistema monetario internacional, celebrado en Avila al comenzar el mes de abril.

Con motivo del décimo aniversario del Sistema Monetario Europeo el mismo centra, aún más, la atención y declaraciones de los diferentes responsables económicos y políticos. Jacques Delors destacaba que el Sistema Monetario Europeo había demostra-

do su utilidad en medio de circunstancias muy difíciles, tanto internas como externas, y con su buen funcionamiento en estos difíciles momentos la Comunidad Europea había ofrecido al mundo un ejemplo de su capacidad para obrar conjuntamente, creando un "islote de estabilidad en un oceano de turbulencia monetaria". Este ferviente alegato a favor del Sistema Monetario Europeo llevó a muchos a recordar que en 1.983, cuando Jacques Delors era Ministro de Finanzas de su país, Francia, el gobierno galo estuvo a las puertas del sistema, y de atravesarlas para salir del mismo, al forzar una devaluación del franco francés frente al marco alemán, desoyendo las voces de la necesidad de estabilidad cambiaria. Logicamente, los tiempos y las circunstancias no eran las mismas, y los avances logrados no eran previsibles en aquellos años.

Presentación del Informe Delors

Mientras tanto el Comité Delors ya había terminado el trabajo que le había sido encomendado por el Consejo Europeo, en su reunión de Hannover, y el 13 de abril Jacques Delors comunicaba que "el informe está terminado y las conclusiones son unánimes", dando a entender que si bien se había logrado un acuerdo unánime, que garantizaba su viabilidad futura, la propuesta estaba lejos de la postura mantenida por el Presidente de la Comisión y del propio Comité, habiéndose impuesto algunos de los planteamientos reacios a una unidad monetaria como paso imprescindible y previo para la creación del mercado interior. El "Informe Delors" fue presentado el 17 de abril y, como vimos más detenidamente en el apartado destinado a analizar la unión monetaria, establecía tres fases para alcanzar el objetivo fi-

nal, debiendo comenzar la primera un año después de ser aprobado el mismo por el Consejo Europeo de Madrid, es decir, el 1 de julio de 1.990 (coincidiendo con la liberalización de los movimientos de capitales en la Comunidad, establecida en la Directiva de 24 de junio de 1.988, para todos los países comunitarios excepto Irlanda, Grecia, España y Portugal, que ven retrasada esa fecha hasta 1.993 - pudiendo Grecia y Portugal diferirla hasta 1.995-) pero no fijaba un plazo para alcanzar el objetivo perseguido, dejando la decisión de la velocidad que el proceso tuviera en manos de los responsables políticos. Como ya se había adelantado la idea de establecer un Banco Central Europeo había dejado paso a la de establecer un Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), y no se había definido la implantación de una moneda común, ni la transformación del ECU como divisa, dejándose además ambos aspectos, Sistema Europeo de Bancos Centrales y definición del ECU, para las fases finales.

Pese a que el Informe Delors había contado con la firma del Gobernador del Banco de Inglaterra, Robin Leigh-Pemberton, que no había rechazado ninguno de sus puntos, Nigel Lawson, Ministro del Tesoro británico, declaraba la oposición absoluta del Reino Unido a las propuestas contenidas en el mismo.

El Informe Franz sobre la Unidad Monetaria

Paralelamente a la presentación del Informe Delors, el 14 de abril el Parlamento Europeo aprobaba, por mayoría absoluta, el denominado Informe Franz, sobre el desarrollo de la Unión Monetaria Europea, cuyas líneas generales son las siguientes:

- Se instaba al Reino Unido a su inmediata in-

corporación al Sistema Monetario Europeo, y a Italia para que redujese el margen de fluctuación de la lira. Respecto a España y Portugal, se reconocía la necesidad de establecer un periodo transitorio que permitiese alcanzar la convergencia económica necesaria para la integración en el sistema.

Se contemplaba incluso que aquellas divisas que no participasen en el Sistema Monetario Europeo pudiesen ser excluidas de la "cesta de monedas" que componen el ECU, si su inestabilidad amenazase a la estabilidad del mismo.

- Se establecía la implantación de un sistema de tipos de cambio fijos, suprimiendo los márgenes de fluctuación de las monedas participantes en el Sistema Monetario Europeo.

El sistema de tipos de cambio fijos se realizaría a los dos años de la creación del Mercado Unico.

- Se contemplaba la creación de un Banco Central Europeo, una vez cumplidos los requisitos anteriores, cuyo capital fue fijado (un tanto precipitadamente, a juicio del presente trabajo doctoral) en 250 millones de ECUs, que se repartían entre los países comunitarios, desde los 40 millones que le

correspondían a la República Federal Alemana, Francia, Italia y Reino Unido, a los 4 millones de Luxemburgo, pasando por los 20 de España.

- Asimismo, se fijaba el valor de la moneda europea, determinándose que sería el que la "cesta de monedas" tuviera cuando entrase en vigor la unión monetaria.

- No se fijaba ningún plazo para la consecución del objetivo de la unión monetaria.

Lord Plumb, Presidente del Parlamento Europeo, desde Copenhague, se mostró favorable a una próxima entrada de la peseta y de la libra esterlina en el Sistema Monetario Europeo, como un claro avance hacia la unidad monetaria europea. Era ésta la primera declaración favorable a la divisa británica en el sistema realizada por un responsable político inglés.

Los días 19 y 20 de mayo de 1.989, en S'agaró, se reunieron los ministros de economía y finanzas de los países miembros de la Comunidad Económica Europea, bajo la presidencia del ministro español, Carlos Solchaga, con el fin de preparar los asuntos que deberán ser discutidos en el Consejo Europeo que se debía celebrar en Madrid, a la finalización del semestre en que España había ostentado la presidencia de la Comunidad. Los trabajos se centraron en el estudio del Informe Delors, así como en el análisis de la armonización de los impuestos indirectos y las diferencias en el tratamiento fiscal de los ahorros. En lo referente al Informe Delors, la posición británica de no aceptar ninguna medida que lleve aparejada la cesión de parte de la

soberanía nacional hacia imposible cualquier avance real en la discusión. En cualquier caso, el Reino Unido aceptó que se mantuviesen los trabajos sobre la primera fase del proceso (que como veremos al analizar el informe no suponía más que una mayor coordinación y armonización de las políticas económicas de los países comunitarios, que igualmente se hubiese tenido que afrontar al introducir la libertad de movimientos de capitales en el ámbito comunitario, aspecto éste que si era deseado por las autoridades británicas).

En la Cumbre de Madrid se marcarían las pautas que deberían seguirse para la aplicación de lo recomendado por el grupo de expertos que formaban el Comité Delors, si bien su evolución ha sido muy dilatada en el tiempo, no habiéndose alcanzado todavía la segunda fase del mismo.

La incorporación de España al Sistema Monetario Europeo

Junto al proceso de negociación para el establecimiento de la libertad de movimientos de capitales dentro de la Comunidad, y el interés despertado por los trabajos del Comité Delors sobre las condiciones necesarias para lograr la unidad monetaria europea, el año que transcurre entre las cumbres de Hannover y Madrid (que tendría un paso intermedio poco relevante en la Cumbre de Rodas, en diciembre de 1.988, bajo la presidencia griega), tuvo como foco de atención la peseta y su incorporación a la bolsa de monedas que componen el ECU (que debía producirse de forma forzosa en septiembre de 1.989, al realizarse la revisión quinquenal) así como la posible participación de España en el mecanismo del Sistema Monetario Europeo, y dentro de este último aspecto las formas y el momento en que esta par-

ticipación se llevaría a cabo.

Ya en la Cumbre de Hannover se produjo un serio llamamiento por parte del Presidente de la Comisión y el Presidente Kohl a los países que no participaban en el Sistema Monetario Europeo, al mismo tiempo que a las autoridades británicas se les acusaba de falta de colaboración al no integrar su moneda en dicho mecanismo, quedando la posición española y portuguesa menos comprometida debido a su reciente adhesión a la Comunidad y al hecho de que no participaban todavía en el ECU. Tras este primer llamamiento las declaraciones no hicieron mas que sucederse, y así, Mariano Rubio, Gobernador del Banco de España, en su comparecencia ante el Congreso de los Diputados, el 22 de Junio, había determinado cuales eran las prioridades de la política económica española en esos momentos al afirmar que era necesario mantener los tipos de interés para contener la inflación y asegurar una política económica que nos lleve al Sistema Monetario Europeo en las mejores condiciones posibles. El Ministro de Economía, Carlos Solchaga, en una reunión del Comité para la Unión Monetaria de Europa, celebrado en Madrid en Julio de 1.988, expuso que en el gobierno español existía pleno consenso sobre la necesidad de que la peseta se incorporase al ECU y al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, si bien esta última dependía de diversos aspectos económicos y políticos.

En el primer semestre de 1.989 España asume, por vez primera desde su adhesión, la presidencia de la Comunidad. Este periodo del año, desde el punto de vista que venimos considerando, debería tener gran importancia ya que durante el mismo se cumplían los diez años de funcionamiento del Sistema Monetario

Europeo, y antes de su finalización tenía que presentar sus conclusiones al Comité Delors para la Unión Monetaria. Por lo tanto, aún sin los hechos relativos a España que sucedieron, el período de presidencia española hubiese sido relevante para el posterior desarrollo de la integración monetaria europea.

El Presidente de gobierno español, Felipe González, en la clausura de la quinta cumbre hispano-alemana, que se celebró en Sevilla a comienzos de febrero, adelantó cuales serían las condiciones para la futura integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, destacando, en particular, la referencia al beneficio de una "banda excepcional de fluctuación" (que permitía ver la intención de integrar la peseta en las mismas condiciones que la lira, es decir, con una banda del $\pm 6\%$) y al desarrollo de las negociaciones sobre la unión monetaria. Esta voluntad de integración en el Sistema Monetario Europeo y en la participación activa de España en el proceso de Unión Monetaria Europea fue reiterada al mes siguiente en la reunión celebrada con el Primer Ministro italiano, Ciriaco de Mita, y en la que se llegó a plantear la necesidad de un nuevo tratado que facilitase el proceso de integración monetaria.

La cercanía de la segura incorporación de la peseta en la cesta de monedas que componen el ECU (que debía producirse en septiembre), y su probable participación en el mecanismo del Sistema Monetario Europeo, forzaba una toma de posiciones de los diferentes responsables económicos. Mientras las autoridades del Banco de España defendían la necesidad de mantener unos tipos de interés elevados, que permitiesen contener la inflación, y criticaban la articulación de la política presupuestaria expansiva por parte del gobierno, que dificultaba el logro

de dicho objetivo, el Ministro de Economía consideraba que no era preciso alterar la política fiscal mantenida por el gobierno, si bien era necesario un cierto recorte del gasto público, dirigido a reducir el déficit público.

Lo cierto es que una vez comenzado el segundo trimestre del año la peseta comenzó a experimentar fuertes tensiones intracomunitarias para su revalorización, mientras que fuera del ámbito europeo el dólar (en su ya largo camino errático) iniciaba su remontada, basada -como en el caso español- en unos elevados tipos de interés, en un intento de atraer capitales con los que compensar su déficit comercial. Esta situación de tensiones alcistas había obligado en enero al Banco de España a establecer medidas restrictivas en el mercado de cambios penalizando los anticipos en divisas por exportaciones y los préstamos financieros nominados en moneda extranjera con un depósito del 30 %, sin remuneración, y las posiciones deudoras en divisas al contado de la banca con un 20 %.

El día 6 de Junio, durante la Conferencia Monetaria Internacional celebrada en Madrid, el Ministro de Economía anunció que la peseta se integraría en el Sistema Monetario Internacional antes del primero de Julio de 1.990 (fecha en que debía comenzar la liberalización de los movimientos de capitales en la comunidad y la primera fase de la unión monetaria del Plan De-lors), no agotando el periodo transitorio que para la liberalización del movimiento de capitales (y la forzosa pertenencia al sistema) se derivan del Tratado de Adhesión. Asimismo, declaró que la decisión española de integración en el Sistema Monetario Europeo sería independiente de la incorporación de la libra esterlina, aunque pudiera ser más lógico que la moneda

británica, más fuerte que la española, entrase antes.

El Gobernador del Banco de España precisó que España solicitaría la aplicación de la banda amplia defluctuación del 6 %, de la que gozaba Italia (y a la que podía, en principio, adherirse cualquier nuevo miembro del Sistema Monetario Europeo que no hubiese estado integrado en el mecanismo de la "serpiente monetaria", como era el caso de España).

El lunes 12 de Junio se dieron a conocer las ponderaciones que la peseta y el escudo portugués iban a tener en el ECU, y que iban a ser confirmadas en la reunión que los ministros de finanzas iban a tener en Luxemburgo el lunes 19 de Junio.

El viernes 16 de Junio, de forma "sorprendente" España solicitó su integración en el Sistema Monetario Europeo. Como bien indica Ernő PALLA (101), el carácter sorpresivo de la solicitud vino dado tanto por la debida cautela que una medida de esta importancia exige para evitar movimientos especulativos, como por el hecho de tratarse de una moneda que, según hemos visto en el párrafo anterior, todavía no estaba integrada en la "bolsa de monedas" que componían el ECU, que constituía el centro del sistema.

Las condiciones de la integración solicitadas por España se concretaron en la fluctuación de la peseta dentro de la banda amplia del $\pm 6\%$, y un cambio central bilateral respecto al marco alemán de 65 pesetas (próximo al valor de 64,340 que había sido la paridad ese mismo viernes), que se traducían en un cambio central-ECU de 133,804 pesetas. El Comité de Gobernadores de Bancos Centrales respaldó unánimemente la propuesta española, y el sábado 18 de Junio el Comité Monetario emitió un comunicado en el que apoyaba la decisión.

El día 19 de junio el Consejo de las Comunidades Europeas acordó las ponderaciones de las diferentes monedas que componían el ECU, y establecía que su revisión se efectuaría el 21 de septiembre, calculando las cantidades de cada moneda atendiendo a las cotizaciones respectivas de las mismas frente al dólar a las 14,15 horas del día anterior, y a las ponderaciones previamente fijadas.

Con la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo sólo quedaban fuera del mismo la libra esterlina, el dracma y el escudo portugués, y la postura de las autoridades británicas en la próxima Cumbre de Madrid se había debilitado. Ahora las presiones sobre la incorporación de la moneda británica al sistema serían más fuertes y sus argumentos en contra de la incorporación deberían basarse, en gran parte, en los efectos nocivos que sobre la peseta tuviese su participación en el mismo. Sin embargo, en contra de casi todas las opiniones, el comportamiento de la peseta fue, salvo contadas excepciones, y hasta la crisis de 1.992, el de una moneda fuerte debido al respaldo de los elevados tipos de interés.

Desde los primeros días de pertenencia al sistema la peseta empezó a ganar posiciones respecto al marco alemán, lo que la llevaría el 7 de julio a estar a punto de salirse de la banda de fluctuación. Esta evolución alejaba la idea de una pronta devaluación que se había manifestado tras la integración. El comportamiento futuro en los tres primeros años, como veremos, no fue muy diferente.

La Cumbre de Madrid

Tras esta sorpresiva entrada de España en el Sistema Monetario Europeo, las autoridades españolas pretendían que la Cumbre de Madrid centrase sus discusiones no sólo sobre la unión monetaria sino también en el avance de la Carta Social Europea, que tuvo su punto de partida en la Cumbre de Hannover y el respaldo de los Jefes de Estado y de Gobierno en la cumbre que se celebró en Rodas, en diciembre de 1.988, y en el proceso de armonización fiscal. La imposibilidad de lograr un texto sobre el "espacio social europeo" consensuado entre todos los países, y las posturas dispares en materia fiscal, dejaron la discusión de la unión monetaria europea como único tema de la cumbre (con independencia de aspectos colaterales), y en particular, a la discusión del Informe Delors.

El Consejo Europeo de Jefes de Estado y de Gobierno se reunió en Madrid los días 26 y 27 de Junio de 1.989. Desde el primer momento la posición británica fue contraria a las conclusiones del Informe Delors (e igualmente a los aspectos discutidos sobre la Carta Social Europea). A las críticas británicas se sumarían las de Dinamarca, Holanda y Luxemburgo, en lo relativo a la convocatoria de la Conferencia Intergubernamental (la quinta) que debería celebrarse necesariamente si se pretendía avanzar en el proceso de integración comunitaria.

La primera ministro británica, Margaret Thatcher, se mostró favorable, y consideró asumible, el acuerdo al que habían llegado los ministros de economía y finanzas en S'Agaró, en lo referente a iniciar la primera fase del Plan Delors, ya que ello suponía una coordinación de las políticas económicas y monetarias de los países comunitarios. Asimismo, puesto que uno de

los aspectos esenciales de la primera fase del proceso de unión monetaria era la integración de todas las monedas en el Sistema Monetario Europeo, vinculó la incorporación al mismo con la reducción de la tasa de inflación británica, que en esos momentos superaba el 8 %, para equipararla con la media comunitaria. Respecto a las restantes fases, consideraba necesario anteponer al logro de la unión monetaria el proceso de creación del mercado interior único, y en particular el establecimiento de la libertad de movimiento de capitales en el ámbito comunitario. Las restantes fases, segunda y tercera, implican una cesión de soberanía nacional que no es deseada por los británicos, por lo que no se mostraba partidaria de establecer fechas y plazos para su realización. La postura británica consiguió introducir en el debate la idea de que si bien el Informe Delors constituía una base para la unión monetaria, no era el único camino para lograr el objetivo buscado, siendo necesario establecer formulas alternativas con las que compararlo antes de decidir sobre su posible adopción.

La propuesta española sobre la unión monetaria

La postura británica obligó al presidente del gobierno español, como presidente de la Comunidad, a plantear una propuesta de consenso, en un intento de acercar las posiciones sobre el tema de la unión monetaria. Esta propuesta española establecía los siguientes aspectos:

- * Mantener la unión monetaria como objetivo a alcanzar, siendo necesario para ello avanzar al mismo tiempo en el proceso de unión económica.

* La necesidad de reconocer al Informe Delors como la base de un "proceso por etapas para alcanzar la unión monetaria europea".

* La adopción de medidas para iniciar el proceso de integración monetaria el primero de julio de 1.990, con la puesta en marcha de la primera fase establecida en el Informe Delors.

* Iniciar los trabajos para definir claramente las dos fases restantes recogidas en el Informe Delors.

* Preparar la convocatoria de una Conferencia Inter-gubernamental dirigida a la modificación del Tratado de Roma.

El Consejo Europeo, tras considerar que el Informe del Comité Delors respondía al mandato que le había sido dado en la cumbre de Hannover, y reiterar la determinación de los países europeos de alcanzar una unión económica y monetaria, aceptó la propuesta española, si bien determinó que la Conferencia Inter-gubernamental debería reunirse, tras una conveniente preparación, una vez que la primera fase del proceso se hubiese comenzado, es decir, no antes del primero de julio de 1.990, sin fijar una fecha determinada.

La inclusión de la peseta, y el escudo, en el ECU

Finalizada la Cumbre de Madrid, y con ello el período en el que España presidía la Comunidad, y aunque España ya se había incorporado al Sistema Monetario Europeo, quedaba todavía pendiente la participación de la peseta, y del escudo portugués, en la bolsa de monedas que componían el ECU. Mientras que llegaba el momento determinado para ello, que como ya se ha indicado estaba fijada en el 21 de septiembre de 1.989, la peseta experimentaba una constante presión revaloratoria de su tipo de cambio, como consecuencia de los elevados tipos de interés que se mantenían para lograr reducir el nivel de inflación de la economía española.

Con efectos de 21 de septiembre de 1.989, la Comisión Europea fijó la nueva composición del ECU teniendo en cuenta los tipos de cambio oficiales del dólar americano al cierre de los mercados el día veinte, estableciendo un porcentaje para la moneda española del 5,3 %, con un peso equivalente de 6,885 pesetas. La participación del escudo portugués, por su parte, fue del 0,8 %, con una cuantía en el ECU de 1,39 escudos. La nueva "cesta de monedas" se formaba disminuyendo el peso de monedas fuertes, como el marco alemán, la libra esterlina y el florín holandés, manteniendo los tipos centrales y bilaterales de las monedas que componían el sistema, por lo que no fue aprovechada para la posible realineamiento de las mismas. Tras la revisión las restantes monedas participaban en el ECU en las siguientes cuantías:

0,62	marcos alemanes
1,33	francos franceses
0,08	libras esterlinas
151,80	liras italianas
0,21	florines holandeses
3,30	francos belgas
0,13	francos luxemburgueses
0,19	coronas danesas
0,008	libras irlandesas
1,44	dracmas griegos

Aunque la peseta experimentó una cierta depreciación durante el periodo previo a su participación en el ECU, la moneda española había experimentado una constante apreciación desde su incorporación al Sistema Monetario Europeo, y esta condición de "moneda fuerte", amparada en un diferencial de tipos de interés muy elevado respecto a los restantes países comunitarios y los demás países industrializados, no la perdería durante los primeros años de su participación (con la excepción del periodo de la "guerra del Golfo Pérsico", en el verano de 1.990, en la que se detuvo la entrada de capitales como consecuencia de la fase de incertidumbre creada por el conflicto bélico, pero que no la llevó a abandonar la franja alta de la banda de fluctuación (manteniéndose esta situación hasta la crisis de 1.992, a partir de la cual los intentos de seguir situada en la mitad a la que estaba "acostumbrada" eran cada vez más onerosos e inútiles, y las devaluaciones empezaron a presentarse).

El Sistema Monetario Europeo, durante el mes de octubre de 1.989 tuvo como protagonista a la peseta. Tras su reciente in-

corporación a la "bolsa de monedas" que componían el ECU, los agentes económicos esperaban una depreciación rápida por parte de las autoridades españolas, de forma que la economía recibiese un estímulo mediante el aumento de la competitividad externa. Esta opinión "generalizada" sobre la depreciación tuvo su respaldo en varios acontecimientos. Uno de ellos fue la caída de la libra al finalizar el mes de septiembre, que el 29 de ese mes obligó a intervenir en los mercados de divisas a la mayoría de los bancos centrales (incluyendo al de Japón, que por primera vez participaba en una acción concertada con el resto de los bancos centrales en defensa de la libra esterlina), y que forzó al Reino Unido a mantener los tipos de interés en el 14 %. Esta actuación coordinada tenía su precedente en las intervenciones que todos los bancos centrales estaban realizando para, en cumplimiento del acuerdo alcanzado en Washington, frenar la apreciación del dólar y mantenerlo dentro de los niveles en los que se desenvolvía al comenzar el año (entre 130 y 140 yenes y los 1,8 y 1,9 marcos alemanes). Dentro del ámbito europeo, los tipos de interés experimentaron un incremento generalizado: el Banco de Francia elevó su tipos en un 0,75 %, mientras que el Alemania, Holanda y Bélgica lo hacían en un 1 %, siendo seguidos de forma inmediata por el Reino Unido, que incrementa sus propios tipos en el mismo porcentaje. Austria y Suiza, por su parte, se unieron a esta corriente y elevaron sus tipos el 1 % y el 0,5 % respectivamente. Igual tendencia experimentaron los tipos de interés en el Japón, que se incrementaron en un 0.5 %. Esta elevación generalizada de los tipos de interés en Europa, y en Japón, unido a la expectativa de la reducción de los tipos de interés españoles (concretada en la caída de rentabilidad de

las Letras del Tesoro, en la subasta del 28 de septiembre, del 13,295 % al 13,140 % , y en la suspensión por parte del banco emisor de la convocatoria de la cesión temporal de las mismas, a tres meses), determinó una ralentización de las entradas de capital extranjero en España, y con ello la disminución de la presión alcista que hasta entonces había experimentado la peseta.

Las autoridades monetarias alemanas manifestaron la necesidad de que los países con altas tasas de inflación, entre los que destacaban España e Italia, procediesen a devaluar sus respectivas monedas. Estas opiniones de los dirigentes del Bundesbank fueron contestadas por las autoridades del Banco de España de forma inmediata, en el sentido que ese reajuste, en lo que a la peseta se refería, suponía ir en contra de lo que el mercado venía determinando y su adopción supondría que la peseta volvería a situarse en el "techo" de la banda de fluctuación, obligando a constantes intervenciones que atentarian contra la política antiinflacionista desarrollada hasta el momento. Estas declaraciones y la modificación de la tendencia de la evolución de los tipos de interés, con la elevación del interbancario a muy corto plazo, al comenzar noviembre, acabarían con las expectativas de depreciación que se habían generado.

El Comité negociador de la conferencia intergubernamental

Tras la finalización del "semestre español", durante la segunda mitad del año 1.989 Francia asume la presidencia de la Comunidad. En la Cumbre de Madrid, la postura francesa fue de claro apoyo al Informe Delors, basándose en que la aprobación en 1.985 del Acta Unica suponía un compromiso claro de los paí-

ses comunitarios en avanzar en el proceso de unión europea, y destacó la unanimidad con que el mismo fue aprobado. Durante el periodo de su mandato sus esfuerzos se dirigen a lograr un compromiso sobre la fecha de la celebración de la Conferencia Intergubernamental (necesaria para poder iniciar la segunda fase del proceso de unificación económica y monetaria), cuya fecha no había sido determinada (si bien se había establecido que no podría celebrarse hasta que no se hubiese iniciado la primera fase del proceso, es decir, el primero de Julio de 1.990). Para ello centró su actividad en lograr agilizar las negociaciones sobre coordinación de políticas económicas, que constituirían la premisa para una transición más fácil a ulteriores etapas.

Para preparar la Conferencia Intergubernamental se acordó la constitución de un "comité negociador", formado por altos cargos de los ministerios de economía y asuntos exteriores de los países comunitarios, el cual tuvo su primera reunión el 5 de septiembre de 1.989. El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas, reunido en Antibes los días 9 y 10 de septiembre, debía determinar las funciones de dicho comité, lo cual no sería posible, ya que frente a la postura de Pierre Beregovoy, ministro francés de economía, de asignarle potestades sobre la decisión de problemas controvertidos, los ministros de la Gran Bretaña, Holanda y Alemania consideraban que los miembros del comité deberían limitarse a discutir los aspectos formales de la futura conferencia. Estas posturas enfrentadas derivarían en la total falta de acuerdo.

Por su parte, la Comisión Europea, en la misma reunión en la que se determinó la incorporación de la peseta y el escudo portugués a la "cesta de monedas" del ECU, presentaría dos pro-

puestas dirigidas a poner en marcha la primera fase del proceso de unión monetaria, consistentes en la modificación de la composición del Comité de Bancos Centrales, de forma que se incrementen sus competencias en aras de lograr una mayor cooperación entre estos bancos centrales; y en una nueva estructuración del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN), para que pudiese afrontar una función de control sobre las políticas monetarias y económicas de los países miembros, dando su opinión de las medidas adoptadas por cualquiera de los países miembros. La falta de acuerdo del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas en Antibes vino a dar la razón sobre la necesidad de modificar el funcionamiento del mismo.

La "precrisis" británica y la Propuesta de Unión Monetaria del Reino Unido

La postura británica respecto al proceso de integración de la Comunidad Europea no era unánime ni tan siquiera dentro del propio gobierno británico. La primera ministro británica, Margaret Thatcher, se oponía a cualquier avance que supusiese una merma en la soberanía británica en materia económica (y con mayor razón, en materia política), compartiendo este rechazo al proceso integrador europeo con su asesor en materia económica, Sir Alan Walters. Este planteamiento no era compartido por el Canciller del Exchequer, Nigel Lawson, el cual presentaría su dimisión el 26 de octubre, tras unas declaraciones de Alan Walters, en las que se mostraba contrario a la incorporación de la libra esterlina en el Sistema Monetario Europeo, y criticaba la política desarrollada por el titular de la cartera económica. A Nigel Lawson le sustituyó el, hasta entonces, Secretario del

Tesoro, John Major (que habría de sustituir con posterioridad a la propia Margaret Thatcher, al frente del gobierno británico). Correspondió a Major la presentación al Parlamento Británico de la Propuesta Británica de Unión Monetaria, como alternativa al "centralista" Informe Delors, en la que se planteaba un proceso evolutivo en el que se permitiese la libre competencia de las monedas de los diferentes países comunitarios, de forma que el mercado determinase cual era la moneda más fuerte, y que por lo tanto debería ser la moneda común, lográndose así que todos los ciudadanos comunitarios tuviesen las mismas oportunidades para acceder a los servicios financieros, reduciéndose los costes en las transacciones internacionales y, todo ello según Major, la estabilidad tanto de la tasa de inflación como de los tipos de cambio. Esta "opción" expresada por el dirigente de un país cuyos ciudadanos rechazan, en principio, cualquier novedad externa, por el mero hecho de serlo, no reflejaba una clara voluntad de avanzar en el proceso de integración monetaria perseguido, con más o menos intensidad, por los restantes países comunitarios, y dejaba traslucir la "esperanza" de que, ante los pre-visibles problemas que iban a presentarse en la economía alemana ante el (entonces sólo posible) proceso de unificación, la libra esterlina fuese la moneda "libremente elegida" por los ciudadanos comunitarios de los restantes países.

El día 13 de noviembre se reunieron en Bruselas los Ministros de Economía y Finanzas de la Comunidad, para preparar los dos puntos principales, en materia económica, de la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno que debía desarrollarse en el mes de diciembre en la ciudad de Estrasburgo. En esta reunión tuvo lugar la presentación de la "propuesta alternativa británica"

al Informe Delors, si bien la conocida postura británica no era bien recibida, y el propio primer ministro del gobierno galo, Michel Rocard, había manifestado que el Reino Unido podía hacer lo que prefiriese, pero los demás países no iban a esperar, en lo que constituía un claro aviso de que Francia estaba dispuesta a impulsar el proceso de unificación monetaria, aunque Gran Bretaña no participase en él, lo que vendría a ser una repetición de los hechos que se desarrollaron en el proceso de creación del Sistema Monetario Europeo. El Consejo de Ministros de Economía y Finanzas se limitó a establecer la puesta en marcha primera fase para la unión monetaria, propuesta en el Informe Delors, para la cual no se requería la modificación de los Tratados Comunitarios, y preparar los asuntos que, sobre coordinación económica y armonización fiscal, iban a discutirse en la próxima Cumbre de Estrasburgo.

La Cámara de los Lores del Parlamento Británico, el día 5 de diciembre, solicitó que se acelerase el ingreso de Gran Bretaña en el Sistema Monetario Europeo, de forma que el mismo se efectúe con anterioridad a Julio de 1.990.

La Cumbre de Estrasburgo

La Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de la Comunidad celebrada en Estrasburgo es la primera de una serie en la que los países comunitarios, o bien discuten sobre unos asuntos teniendo su mirada puesta en otros problemas, nacionales o internacionales, que les preocupan más, o bien la existencia de esos problemas impide la discusión de los que estaban previstos.

La Cumbre de Estrasburgo se desarrolla con el futuro proceso de unificación alemán como tema de fondo, lo que lleva a dar

a las decisiones germanas un significado que, en otras circunstancias no hubieran tenido.

Previamente al comienzo de la Cumbre el canciller Kohl propuso retrasar la conferencia intergubernamental hasta finales de 1.990, ya que de celebrarse en los meses de julio o agosto de ese año, como tenía prevista la presidencia francesa, coincidiría con el periodo de campaña electoral alemán, inmediatamente después de las elecciones libres que la República Democrática Alemana tenía previsto celebrar en el mes de mayo. Esta propuesta venía a sumarse al contratiempo que ya había sufrido la presidencia francesa respecto a las funciones del comité negociador de la conferencia intergubernamental, respecto a las que, como ya se ha indicado anteriormente, no fue posible llegar a un acuerdo en el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas, celebrado en Antibes los días 9 y 10 de septiembre, por la postura enfrentada de los ministros de Gran Bretaña, Holanda y Alemania, que consideraban que los miembros del citado comité deberían limitarse a discutir los aspectos formales que debería reunir la futura conferencia, y la opinión de Pierre Beregovoy, ministro francés de economía, que consideraba necesario asignar a la misma poderes de decisión sobre los problemas que se presentasen.

A la propuesta anterior se sumó otra en la que el canciller alemán, como en otras cumbres anteriores, solicitaba que se aumentasen los poderes del Parlamento Europeo. Esta segunda propuesta, que en otra situación hubiese podido ser considerada como un respaldo al proceso de unificación monetaria, ya que el Parlamento Europeo, en su sesión plenaria del 25 de octubre había solicitado la agilización de los procesos de unión moneta-

ria y de armonización fiscal, que iban a discutirse en la Cumbre de Estrasburgo, y solicitaba la aprobación de las tres fases del plan Delors, fue entendida como una simple maniobra de distracción dirigida a retrasar el proceso.

Sin embargo, el apoyo de los dirigentes de otros países comunitarios, destacando entre ellos el Presidente del gobierno español, Felipe González, permitió llegar a un acuerdo sobre la convocatoria de la conferencia intergubernamental para diciembre de 1.990, en la Cumbre de Roma, resultando destacable que los acuerdos alcanzados se tomaran por mayoría de once a uno, al quedarse solo el Reino Unido en su oposición a dicha convocatoria. Igual suerte tuvo la Carta Comunitaria de Derechos Sociales Fundamentales, o Carta Social Europea, por lo que el veto británico impidió que la misma adquiriese valor jurídico, y la dejó reducida a un documento de referencia, sin que su texto fuese vinculante para los países miembros.

Duodécimo (seudo) realineamiento: 6 de enero de 1.990: La lira italiana se acoge a la "banda estrecha" de fluctuación

El año 1.990 comenzaría con lo que se puede considerar un claro avance en el proceso de integración monetaria dentro de la Comunidad, ya que el 5 de enero los Ministros de Economía y Finanzas, y los Gobernadores de Bancos Centrales, de los países miembros aprobaron por unanimidad la integración de la lira en la banda de fluctuación del $\pm 2,25 \%$, abandonando la banda del $\pm 6 \%$, en la que se había desenvuelto desde la creación del Sistema Monetario Europeo.

Esta decisión de las autoridades italianas fue acompañada de una devaluación de la lira en un $3,68 \%$ respecto al resto

de monedas del sistema, dando lugar a una nueva "parrilla de paridades", como consecuencia de la modificación de los tipos centrales bilaterales y los límites "superiores" de intervención de la lira, por lo que puede ser considerado como un nuevo realineamiento dentro del Sistema Monetario Europeo. Sin embargo, es necesario destacar varios aspectos de la misma que marcan una clara diferencia con los ajustes anteriores (incluidos aquellos que tuvieron a la lira italiana, como en este caso sucedía, como única moneda afectada):

- * El límite inferior de intervención obligatoria de la lira respecto a las demás monedas quedó sin modificación.
- * Este límite inferior respecto a la libra irlandesa (que era la moneda más próxima a su tipo central) sirvió para determinar la nueva paridad central de la lira cuyo valor resultó ser 0,498895 (que se obtuvo dividiendo el límite inferior respecto a la libra irlandesa entre el margen de depreciación (2,2753 %), incrementado en una unidad, o lo que resulta igual, dividiendo ese límite inferior entre 0,977752). El resultado obtenido, al comparar esta nueva paridad central con la anterior se tradujo en una devaluación del 3,677 %.
- * Tomando como base esta nueva paridad central, se obtuvieron los nuevos tipos centrales bilaterales respecto a la libra irlandesa, y el tipo central de ésta con el ECU, y a partir

de aquí sus paridades centrales bilaterales respecto a las restantes monedas, y la "parilla de paridades"

El análisis de este reajuste obliga a realizar las siguientes consideraciones:

1) No se utilizó el ajuste para modificar la posición relativa de las restantes monedas del sistema, por lo que resulta aceptable definir al mismo como un "pseudorealineamiento", ya que la modificación experimentada se redujo a la alteración del tipo central de la moneda afectada, la lira italiana, manteniendo fijo uno de los límites, y a las modificaciones que en los otros componentes de la estructura del sistema que se derivaban de dicha alteración del tipo central que, en cualquier caso era inevitable al pasar de una banda de fluctuación a otra.

2) El ajuste mencionado provocó una modificación de los tipos centrales del ECU respecto a todas las monedas, apreciándose respecto a la lira un 3,01 %, y depreciándose en relación a las restantes participantes en el sistema en un 0'69 %, alterándose ligeramente (salvo en el caso de la lira italiana, en la que la variación es más significativa) tanto las ponderaciones como las diferencias máximas de divergencia respecto al ECU.

3) Al mantenerse el límite inferior de intervención, la nueva situación queda "dentro" de la banda de fluctuación que mantenía la lira italiana, y más concretamente en el "espacio" comprendido entre ese límite inferior y su

tipo central inicial, excepto respecto a la peseta, ya que en éste caso, al fijarse un tipo central mas cercano al límite inferior, y mantenerse la divisa española en la banda de fluctuación del 6 %, resulta un nuevo límite inferior menor al existente en un inicio.

4) Tras esta modificación la peseta pasó a ser la única divisa participante en el Sistema Monetario Europeo que se mantenía con una banda de fluctuación amplia, si bien su reciente incorporación al mismo y la no participación de la libra esterlina (así como el drackma griego y el escudo portugués) en el sistema, hizo que no se produjesen excesivas presiones para variar esta situación, pese a los problemas que la existencia de monedas con distintas fluctuaciones lleva aparejada (como vimos al analizar el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo).

La decisión italiana no se había producido como una generosa aportación al Sistema Monetario Europeo por parte de las autoridades económicas de ese país, sino que respondía a la necesidad de reducir la deuda pública del país, mejorando su competitividad exterior a través de la devaluación conseguida, siendo el estrechamiento de los límites de fluctuación el "precio" solicitado por los restantes países para aceptar la devaluación de la lira.

Las autoridades españolas, por su parte, temerosas de un rebrote inflacionista (que se produjo de todos modos), no se mostraron partidarias de una pronta incorporación de la peseta a la banda estrecha de fluctuación, ni a su devaluación, a pesar de que la economía española presentaba claros signos de

pérdida de competencia internacional. Así, el 1 de febrero, el Gobernador del Banco de España condicionaba la reducción de la banda de fluctuación para la peseta al proceso de ajuste económico derivado del desarme arancelario que debería finalizar con el año 1.992, y al proceso de liberalización de los movimientos de capitales. Sin embargo, esta posible reducción se mostraba muy lejana ya que el rebrote inflacionista experimentado durante 1.989 y el incremento de los déficits comercial y por cuenta corriente (compensados por una creciente entrada de capitales, atraídos por los elevados tipos de interés), no permitían presagiar un ajuste suave de la economía, y las medidas adoptadas para "enfriar" la economía atacando el desmedido crecimiento del consumo doméstico estaban mostrando una excesiva lentitud en sus efectos, lo que no iba a permitir una reducción de los tipos de interés, tanto más cuanto el proceso de unificación de las "dos Alemanias" podía provocar tensiones inflacionistas en la República Federal Alemana que obligase a sus autoridades a la elevación del tipo "lombardo", forzando a España a incrementar o mantener los propios para evitar una caída sustancial de la entrada de capitales, necesarios ante el creciente déficit por cuenta corriente.

La Cumbre Alemana de Bonn: La unificación monetaria alemana

El 13 de febrero los dirigentes de las "dos Alemanias", el canciller Helmut Kohl, por parte de la República Federal, y el Presidente Hans Modrow, por la República Democrática Alemana, se reunieron en Bonn para establecer el proceso de "fusión monetaria" (como se definió a lo que en realidad fue la implantación forzosa del marco occidental) como un primer paso hacia la

unificación política.

Esta decisión, basada y justificada en aspectos históricos internos y en las abismales diferencias entre las estructuras y potencialidades de ambas Alemanias, que exigían que se estableciese un punto común de referencia con anterioridad a cualquier otra actuación, así como el sometimiento económico (y de forma implícita el político) del régimen oriental a la Alemania occidental tenía, desde el punto de vista del proceso de unificación monetaria en que se encontraba inmersa la Comunidad Europea (y con independencia de otros aspectos relevantes) dos puntos de reflexión:

* El establecimiento de una moneda alemana única no afectaba tan sólo a los germanos ya que el marco alemán, que, en definitiva, iba a convertirse en esa moneda única para Alemania estaba integrado en el Sistema Monetario Europeo, era la moneda más fuerte del mismo, constituía la divisa de mayor peso del ECU, que era la base del sistema, y el resto de las divisas comunitarias, aunque no pertenezcan a dicho sistema, mantenían una relación estable (en particular en los últimos años), que ahora podía verse alterada, ya que nada garantizaba que las características de firmeza de la divisa alemana se mantuviesen inalteradas tras su implantación en la zona oriental.

El proceso inflacionario, que era previsible, forzaría a las autoridades germanas a elevar sus tipos de interés, alterando así las posiciones relativas y afectando a las restantes economías.

* Al decidirse por una inmediata unificación mone-

taria, previa a cualquier coordinación de las economías de las dos zonas a integrar, Alemania perdía la posibilidad de ampararse en esta necesidad de coordinación en el proceso de unificación monetaria europea.

El primero de los dos aspectos considerados fue rápidamente planteado por el Presidente de la Comisión, Jacques Delors, en una comparecencia ante el Parlamento Europeo, dando a entender a las autoridades alemanas que deberían contar con el "visto bueno" de los restantes países comunitarios antes de lanzarse a un proceso en el que todos ellos se iban a ver afectados, y que la unificación interna alemana no podía hacerse en detrimento del proceso de integración económica y monetaria de la Comunidad, en el que Alemania estaba comprometida y del cual no sólo formaba parte sino que era una de las piezas principales.

La segunda de las consideraciones realizadas no se ponía de manifiesto pero ya se dejaba traslucir, y constituía otro punto adicional a favor de que Alemania no dejase de lado el proyecto de unificación monetaria y económica de la Comunidad.

La Unificación Alemana y la Comunidad Económica Europea:

La "Precumbre de Dublín"

El desmoronamiento de los regímenes comunistas en la Europa oriental y su influencia en el proceso de integración comunitario llevó a la celebración de una Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno, el día 28 de abril, en Dublín, con el tema central de la unificación alemana y su influencia en el proceso de unificación monetaria europea. Para preparar dicha cumbre la Comisión preparó un informe denominado "Fundamentos del Sistema de

la Unión Económica y Monetaria Europeas", cuyo estudio previo debería realizarse por los Ministros de Economía y Finanzas de la Comunidad, en su reunión del 26 de marzo. En esta reunión el ministro de economía británico, John Major, expuso la voluntad de su gobierno de integrar la libra esterlina en el Sistema Monetario Europeo con anterioridad a 1.992, lo que daba ciertas esperanzas sobre los avances que habrían de lograrse en la próxima cumbre.

Esta "precumbre" de Dublín fue precedida por la realizada por los mandatarios francés y alemán, en la que Helmut Kohl manifestó el deseo alemán de participar activamente en el proceso de integración europeo, y se comprometió a que la unión alemana no interferiría en el buen desarrollo del mismo. Esto permitió que dicha unión alemana recibiese el apoyo unánime de los países comunitarios, y que los mismos adoptasen la decisión de que en la Cumbre de Dublín de Junio, que pondría fin al semestre de presidencia irlandés, se estableciesen las fechas y contenidos concretos de las dos conferencias intergubernamentales sobre la unidad europea en los campos económico y político.

En el campo de la unión económica y monetaria, la Comisión preparó un informe en el que se recogían los argumentos a favor de dichas medidas, en el que junto a la reducción de los costes de las transacciones se destacaba la mayor estabilidad de los precios y la reducción de las tasas de interés, repercutiendo todo ello en una limitación de las incertidumbres, lográndose estos objetivos de una forma más rápida de adoptarse una moneda única. Junto a estas ventajas se destacaba las dificultades que los países iban a encontrar a la hora de desarrollar sus políticas monetarias, al desenvolverse en un contexto de libertad

de movimientos de capitales (que debía comenzar el mes de julio de ese mismo año), y la necesidad de una coordinación creciente de las políticas fiscales de los países miembros, planteándose en este campo de la política monetaria la creación de un banco central europeo, una vez terminada la primera fase de unión monetaria, contenida en el Informe Delors (cuya iniciación se produciría igualmente en el mes de julio). Este banco central europeo debería de seguir, en lo esencial, alguno de los tres modelos existentes hasta esa fecha, en función del nivel de independencia respecto a las restantes autoridades económicas del país:

- * Autonomía en su política monetaria, según el modelo del Banco Central Holandés, y al que ha tendido el Banco de España.
- * Independencia reglada, según el modelo de la Reserva Federal Americana, la cual puede actuar con total independencia siempre que se desenvuelva en el campo que le está expresamente asignado.
- * Independencia total, a imagen del Bundesbank de la República Federal Alemana.

Este informe de la Comisión sobre la unión monetaria y económica fue presentado por su presidente, Jacques Delors, a los ministros de asuntos exteriores de los países comunitarios previamente a su presentación ante la reunión conjunta que el 17 de mayo celebraron el Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión. En esta reunión, y en el pleno del Parlamento Europeo que se celebró el 28 de mayo, quedó bien clara la voluntad de los

parlamentarios de apoyar una unión económica, y no tan sólo monetaria, basada en una moneda única y en un sistema de bancos centrales.

La Cumbre de Dublin

El 10 de Junio se reunieron en Estrasburgo los Ministros de Economía y Finanzas para estudiar el informe de la Comisión sobre la unión económica y política, y preparar la Cumbre de Dublin. El Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, por su parte, constituyó los subcomités encargados de analizar la política monetaria y el control bancario, y la política cambiaria, como preparación de la primera fase del Plan Delors, que comenzaría al mes siguiente, así como subcomité para el estudio de la creación del futuro Banco Central Europeo. Para coordinar la labor del subcomité fue elegido el, entonces, subjefe del Servicio de Estudios del Banco de España, José Viñals, completando el subcomité otros cuatro miembros.

En el plano de la unión política, Francia, Alemania y los países del Benelux (Belgica, Holanda y Luxemburgo) firmaron el 19 de mayo el Tratado de Schengen, al que posteriormente se adherieron España y Portugal, por el que establecían la apertura de sus respectivas fronteras internas y que, tras su ratificación por los respectivos parlamentos nacionales, entraría en vigor en 1.991, iniciando así un proceso de integración en el campo administrativo y de seguridad interior, que acercaba el objetivo de la unidad política.

Entre las declaraciones que precedieron a la Cumbre de Dublin destacó la del Gobernador del Banco Central Portugués, Alberto Taveres, quien aseguró que el gobierno de su país había

comenzado los trabajos para que el escudo portugués se incorporase al Sistema Monetario Europeo antes de 1.992 (lo que posteriormente no sucedió). El Ministro de Hacienda británico, John Major, propuso la puesta en circulación de un "ECU fuerte" que constituyese la moneda común europea, como alternativa a la moneda única contenida en el Plan Delors, que contaría con una respuesta conjunta de alemanes y franceses, según el acuerdo al que llegaron en la Cumbre Franco-Alemana que, tradicionalmente, celebraban los dirigentes de ambos países con anterioridad a la realización de las cumbres comunitarias.

España acudía a la Cumbre de Dublín con una disposición de claro apoyo al proceso de unidad monetaria, económica y política, que había mantenido hasta esa fecha, y con una peseta que, al año de su integración en el Sistema Monetario Europeo, estaba situada en su límite de apreciación. El Presidente del gobierno español, Felipe González, pretendía lograr un avance en la idea de la "ciudadanía europea", si bien los problemas del este europeo hicieron que este y otros asuntos pasasen, como sucedería en posteriores cumbres, a un segundo plano.

El Consejo Europeo, reunido en Dublín los días 25 y 26 de junio, acordó la convocatoria para los días 14 y 15 de diciembre de ese mismo año 1.990, de las dos conferencias intergubernamentales, necesarias para poder llevar a cabo tanto la unión económica y monetaria como la unión política.

El Espacio Económico Europeo (EEE): Primeros pasos

Pero antes de dar por finalizado el rápido análisis de los hechos que se desarrollaron en el primer semestre de 1.990, es necesario destacar el comienzo de un nuevo proceso de integra-

ción económica en el ámbito europeo.

La Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA), que celebraba en Göteborg (Suecia) el treinta aniversario de su fundación (que entró en vigor en mayo de 1.960 tras la ratificación de la Convención de Estocolmo en enero de ese mismo año), solicitó formalmente el inicio de negociaciones con la Comunidad Económica Europea dirigidas a crear un Espacio Económico Europeo (EEE). Tanto el presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, como el enviado especial del Parlamento Europeo, Willy de Clerq, invitados por la presidencia sueca a los actos conmemorativos, manifestaron su apoyo al próximo inicio de negociaciones, que debía abarcar previamente una adaptación de la administración de la EFTA a la normativa comunitaria, y la posterior aceptación de dicha normativa por la Asociación, para de esta manera participar del proceso de integración comunitario, y sumarse así al proyecto de unión monetaria y económica que ahora se iniciaba en la Comunidad Europea. Tras la aprobación por parte del Consejo de la Comunidad se iniciaron las negociaciones.

1 de julio de 1.990: ¿el punto sin retorno?

El comienzo del semestre de presidencia italiana de la Comunidad está marcado por otros tres inicios simultáneos de procesos económicos interrelacionados entre sí, aunque su origen y objetivos sean claramente diferentes: la unificación monetaria alemana, como componente externo a la Comunidad Económica Europea, pero con importantes efectos internos en la misma; la entrada en vigor de la directiva sobre libertad de movimientos de capitales (que ya se ha comentado en los apartados anteriores),

y que obliga a dicha liberalización a todos los países miembros a partir de esta fecha, con excepción de España, Grecia, Portugal e Irlanda, para los cuales se establecieron sendos periodos transitorios, pero que igualmente deben adaptar sus economías a esa futura obligación; y el comienzo de la primera fase del denominado Plan Delors, para la Unión Monetaria Europea, que obligaría a todos los países a adaptar sus economías para poder alcanzar ese objetivo en un plazo relativamente corto (ya que la segunda fase de proceso de unión monetaria estaba prevista para el primero de enero de 1.993, coincidiendo con la implantación del espacio -o el mercado- único europeo), y bajo las fuertes limitaciones a la autonomía de su política monetaria que la medida anterior, de liberalización de movimientos de capital, les imponía, dado el sistema de tipos de cambio intracomunitario.

La Guerra del Golfo Pérsico: nuevamente el factor externo

La puesta en marcha de todo el proceso conllevaba que su fracaso se traduciría en una pérdida de confianza por parte de los agentes económicos difícil de controlar por lo que sólo razones económicas muy fuertes podrían justificar actuaciones de las autoridades económicas contrarias a su buen desarrollo. Estas condiciones se presentaron de forma inmediata: la guerra del Golfo Pérsico vino a poner en peligro todo lo logrado en los últimos años.

El primero de agosto de 1.990 las tropas irakíes invadieron el Emirato de Kuwait, provocado lo que se conoció como la Crisis del Golfo Pérsico, dando lugar de forma inmediata a fuertes caídas de las bolsas mundiales, que el 6 de agosto sufrirían un nuevo "lunes negro", y de forma muy especial, la japonesa (en

la que el índice Nikkei perdió 916,23 puntos -acumulándose a lo que ya llevaba perdido desde la invasión, y que en total suponía el 7,2 % del valor del mercado-) y las bolsas españolas, que dejaron traslucir un débil consistencia de los mercados (y así, en tan sólo una jornada, la bolsa de Madrid perdió un 6,26 por ciento -lo que superó ampliamente, en porcentaje, la caída sufrida en el "crash" del 19 de octubre de 1.989-). La confirmación del éxito de la invasión provocó el retraimiento del volumen de negocio en todas las bolsas ante la incertidumbre ante el temor a una generalización del conflicto y a los efectos del mismo, lo que dio lugar a que un reducido volumen de ventas se tradujese en un nuevo hundimiento de las bolsas de valores justo una semana después del primer "crash", siendo especialmente importante una vez más la caída de la bolsa nipona, mientras la respuesta de las bolsas españolas fue más pausada tras la adopción de diversas medidas cautelares respecto a los valores de las empresas de capital kuwaití, que habían adquirido una gran relevancia en los últimos años. A partir de este momento los cambios bursátiles reflejaban claramente las incertidumbres de los inversores, así como las operaciones meramente especulativas, dirigidas a beneficiarse de las pérdidas experimentadas por los valores bursátiles, y así el índice Nikkei registró ese mismo miércoles una gran subida (la tercera de su historia) para volver a caer el viernes. A la semana siguiente se repetiría la situación pero agravada por la subida espectacular del precio del barril de petróleo, que ya el 23 de agosto superó los treinta dólares, provocando un cierto clima de pánico, que llevó a las autoridades españolas a suspender las cotizaciones de algunas sociedades. La pérdida acumulada por el Japón en estos

25 primeros días de conflicto era del 23 por ciento, mientras que la de Madrid había perdido el 19,58 %.

Los efectos que para España tuvo la crisis del Golfo vinieron determinados por una posición económica que desde el punto de vista cambiario podría considerarse claramente desahogada ya que la peseta estaba claramente sobrevalorada y cercana a sus límites de apreciación, mientras el Banco de España disponía de un importante volumen de reservas que le daba un amplio margen de maniobra, y por la rápida actuación de las autoridades económicas a la hora de adoptar las medidas de precaución ante la crisis (con independencia de que no fuese necesario llevarlas a efecto en su mayor parte), su posición respecto a las inversiones del Emirato de Kuwait en España y el sistema de traslado de los incrementos de los precios del crudo a los precios de los combustibles (si bien esta medida serviría para otros fines de no tan fácil justificación). Así, el mes de julio finalizaba con una intervención coordinada del Bundesbank y el Banco de España para detener a la peseta en su apreciación, mientras que el dólar se colocaba en sus valores más bajos respecto a la divisa española desde 1.981 (y aún habría de descender más, hasta que el 18 de agosto marcase un cambio medio de 95,44 pesetas por dólar). Con independencia de los movimientos bursátiles ya comentados, la crisis del Golfo provocó en España un rebrote de la inflación que supuso perder gran parte de los logros alcanzados hasta la fecha, más por su persistencia en el futuro que por el propio incremento que, lógicamente los demás países también habían experimentado. Este nuevo proceso inflacionario que venía a sumarse al ya existente, agravándolo, impedía a las autoridades económicas reducir los tipos de interés, con lo que

la inversión interna debía de enfrentarse a un coste de oportunidad (el de la remuneración de la deuda pública, por ejemplo) y a unos costes financieros que impedían su normal desarrollo. Pero además, la peseta que desde su incorporación en el Sistema Monetario Europeo había mostrado una clara fortaleza, que había provocado la intervención frecuente, directa o indirecta, del Banco de España para que no traspasase el límite superior de la banda, y una vez absorbida la entrada de la lira italiana en la "banda estrecha" del sistema era la moneda más fuerte del mismo (y desde finales de abril estaba por encima de su pivote central respecto a todas las monedas) en la primera fase del conflicto se situó en los límites de apreciación respecto a la totalidad de las monedas (excepto de la lira, que todavía conservaba parte de los efectos de su nueva situación), pero una vez que la situación se fue asentando la peseta, sin dejar de estar apreciada respecto a la totalidad de las restantes monedas, comenzó a perder posiciones, acabando el año 1.990 con un nivel de apreciación inferior al 3 % en relación con todas las monedas del sistema, con la excepción de la que más recientemente se había incorporado al mismo, la libra esterlina (que como veremos a continuación, lo había hecho a primeros de octubre de ese mismo año). Esta pérdida de "fortaleza" en un período de tiempo muy corto dejaba patente la debilidad de las bases en las que se asentaba el tipo de cotización de la peseta, y ponía de manifiesto la total influencia de los factores externos sobre la misma al provocar la disminución del flujo de entrada de capitales extranjeros aunque se mantuviesen inalterables los elevados tipos de interés.

La endogeneización de la crisis del Golfo Pérsico

En el ámbito internacional la crisis tenía tres puntos de referencia, las bolsas, el dólar y el precio del barril de crudo. Las bolsas habían sabido absorber el impacto sin que de sus importantes oscilaciones se derivase el pánico, lo que ya constituía en sí mismo un éxito y la superación de los efectos iniciales. El dólar, por su parte, había seguido su tendencia descendente (lo que se traducía en el hecho de que el petróleo resultase más barato, en términos reales, que el año anterior). Además la actuación decidida, y hasta cierto punto coordinada, de las grandes potencias ayudó a que se crease la sensación de que la invasión no iba a originar un conflicto generalizado en la zona, y esto llevó a que, desde el punto de vista económico, el conflicto del Golfo Pérsico pasase a un segundo plano, y se convirtiese en un problema político y diplomático (y posteriormente bélico) para la mayoría de los países industrializados.

Una muestra de esta situación es que la existencia del conflicto no sólo no detuvo el proceso de integración económica de la Comunidad si no que, tal vez por esa creciente coordinación en las actuaciones de los países respecto al conflicto, éste dió muestras de asentarse. La Comisión Europea presentó el 21 de agosto un informe en el que se establecía un calendario para la unión económica y monetaria, en el que se establecía un corto periodo de transición de dos años entre la recién comenzada primera fase y el inicio de la segunda, al mismo tiempo que se proponían medidas para hacer posible esta rápida transición, y entre las cuales destacaban las dirigidas a eliminar los obstáculos legales, y administrativos, al libre uso del ECU. La segunda fase finalizaría a su vez a los dos años de iniciada, es

decir, en 1.995, con lo que la tercera fase, en la que la existencia de una moneda común y un banco central europeo ya serían un hecho. Este calendario fue discutido por los Ministros de Economía y Finanzas de la Comunidad en una reunión extraordinaria del ECOFIN celebrada el 8 de septiembre, en la cual el representante español, al mismo tiempo que mostraba su apoyo a algunos puntos de la propuesta británica sobre la creación de un "ECU-duro", planteaba que el comienzo de la segunda fase no se produjese hasta el primero de enero de 1.994. Esta opinión sobre la necesidad de retrasar al menos un año el inicio de la segunda fase del proceso de unión monetaria y económica también fue compartido de forma explícita por el representante alemán, no siendo necesario aclarar, por obvia, cual fue la opinión del ministro británico. Sin embargo, la falta de acuerdo llevó a la decisión de volver a discutir estos asuntos en otra reunión, no siendo aprobado ningún calendario sobre el proceso de unificación.

La opinión del ministro de economía español no fue acogida de buen grado por el Presidente de la Comisión, que veía como la posición española, que hasta ese momento había sido totalmente coincidente con la mantenida por la Comisión, se mostraba más receptiva a apoyar otros puntos de vista sobre el proceso. Sin embargo, las autoridades españolas no quisieron que este cambio de postura se interpretase como el abandono de los objetivos de adaptación de la economía española a las exigencias que el proceso de integración llevaba aparejadas, y se comprometieron a no agotar el periodo concedido a España para liberalizar los movimientos de capitales, ni el de la integración de la peseta en la "banda estrecha" del Sistema Monetario Europeo,

fijados respectivamente para el primero de enero de 1.993 y de 1.994.

La incorporación de la libra al Sistema Monetario Europeo

El primero de octubre de 1.990 el Banco de Portugal pasó a utilizar la bolsa de monedas que componían el ECU como referencia para la cotización del escudo portugués, abandonando de esa forma el sistema que mantenía hasta ese momento, con el dólar y el yen japonés como centro de referencia. Sin embargo, fue el viernes 5 de octubre cuando se produjo el segundo avance relevante en el proceso de integración monetaria dentro de la Comunidad Europea (el primero habría sido la adopción por parte de Italia de la "banda estrecha" de fluctuación) al producirse el anuncio por parte del Tesoro británico de la incorporación de la libra esterlina en el Sistema Monetario Europeo a partir del siguiente lunes, 8 de octubre, con un cambio central respecto al marco alemán de 2,95 marcos por libra (que se traducía en un cambio de 192 pesetas), adoptando la banda amplia de fluctuación a la que tenía derecho por no haber participado en el sistema de la "serpiente monetaria". Esta decisión fue aceptada de forma oficial por el Comité Monetario en su reunión extraordinaria del 6 de ese mismo mes, y con ello la libra esterlina se convertía en la décima divisa del sistema, y la segunda con una banda de fluctuación del $\pm 6\%$ (junto a la peseta), quedando fuera del Sistema Monetario Europeo el dracma griego y el escudo portugués (hasta que la crisis del sistema en 1.992 hizo que el Reino Unido, junto a Italia, abandonasen la disciplina del mecanismo de cambios).

La incorporación de la libra al sistema de cambios debería

tener dentro de la economía británica dos efectos principales, una reactivación de la economía y un acercamiento de la tasa de inflación a la media comunitaria. El primero de estos objetivos justificó que la integración de la divisa británica en el Sistema Monetario Europeo estuviese acompañada por una reducción del tipo de interés básico de un punto (del 15 % al 14 %), que se tradujo en una fuerte elevación de los índices bursátiles en Londres, si bien no impidió que la divisa británica incrementase su cotización frente al marco alemán (y al dólar) en un primer momento. Por otro lado, la medida de reducir los tipos de interés suponía confiar en que la pertenencia al sistema iba a permitir afrontar más fácilmente las políticas dirigidas a reducir la tasa de inflación británica, situada en el 13,7 %, y cuyo elevado índice había servido a la Primera Ministra, Margaret Thatcher, para respaldar precisamente el rechazo a la inmediata incorporación, adoptando una postura contraria a la española que junto a la incorporación al Sistema Monetario Europeo procedió a incrementar los tipos de interés. En el período en el que se mantuvo dentro de la disciplina del mecanismo de cambios el Reino Unido no logró realmente ninguno de los dos objetivos que se habían propuesto sus autoridades económicas.

La Cumbre de Roma

La incorporación de la libra al Sistema Monetario Europeo constituía una cesión parcial de las autoridades británicas (ya que lo único que hacían era adelantar una decisión que forzosamente iban a tener que adoptar en uno u otro momento), a cambio de la cual esperaban obtener concesiones en la próxima Cumbre de Roma en la que presentaría la contrapropuesta británica al

plan de la Comisión para la unión económica y monetaria. Para preparar dicha Cumbre se reunieron los Ministros de Economía y Finanzas de la Comunidad que debían llegar a un acuerdo respecto al calendario del proceso de unidad, al no haberlo conseguido en su anterior reunión del 8 de septiembre. El clima creado tras la incorporación de la libra al sistema permitió un rápido acercamiento de posturas, aceptándose por parte de la Comisión el retraso para el inicio de la segunda fase hasta el primero de enero de 1.994, proponiéndose al acuerdo de los Jefes de Estado y de Gobierno cuatro condiciones que debían cumplirse por los Estados miembros previamente al comienzo de dicha segunda fase:

- * La incorporación de todas las divisas comunitarias al mecanismo de cambio del Sistema Monetario Europeo.
- * Prohibición de la financiación "no ortodoxa" de los déficits públicos, mediante el recurso a anticipos de los Bancos Centrales, o cualquier otra forma de financiación de carácter coactivo.
- * Prohibición del "ahorro público negativo", es decir, que el déficit público no supere el volumen de inversión pública.
- * Independencia total de los Bancos Centrales Nacionales respecto de sus respectivos gobiernos.

Una vez iniciada esta segunda fase, a principios de 1.994,

el Consejo Europeo deberá determinar si se cumplen los requisitos y condiciones necesarios para acceder a la tercera fase, y determinar entonces su comienzo.

Las decisiones del ECOFIN fueron aceptadas por el representante británico, John Major, quien presentó en el mismo la propuesta británica sobre la creación de un "fondo monetario europeo" con potestad de crear "ECUs-fuertes" ya desde el inicio de esta segunda fase del proceso de unificación económica y monetaria. Sin embargo, las conclusiones de este Consejo recibieron una fuerte crítica por parte de la Primera Ministra Británica, la cual en el acto de clausura del congreso anual del partido conservador manifestó su rechazo a la idea de una moneda única, así como a los efectos "federalistas" que la tercera fase del Plan Delors para la unión monetaria y económica llevaba aparejados. Esta postura fue igualmente mantenida por el Ministro de Asuntos Exteriores británico en la reunión que los ministros de asuntos exteriores comunitarios celebraron en Luxemburgo el 22 de octubre, como preparación de la Cumbre de Roma que habría de tener lugar al finalizar ese mismo mes. El consenso sobre la implantación de una moneda única, como fin último del proceso de unión económica y monetaria, y la instauración de una autoridad encargada de dirigir la política monetaria de la Comunidad fue rechazado por el representante británico al considerar que la cesión de soberanía nacional que la instauración de esa autoridad monetaria comunitaria y la implantación de una moneda única no era aceptable para el Reino Unido.

El Consejo Europeo reunido en Roma los días 27 y 28 de octubre de 1.990 hizo patente el deseo de los países comunitarios

de impedir en el futuro que la decisión de un país (en este caso el Reino Unido) impidiese a los demás llevar a cabo sus planes. Así, la primer ministra británica Margareth Thatcher, que con su frase "... el Parlamento británico nunca aceptará la desaparición de la libra..." dejaba patente su rechazo al proceso de unificación monetaria europea, quedó aislada frente al resto de los países comunitarios, que decidieron aprobar el calendario que el ECOFIN había propuesto, y que suponía la puesta en marcha de la segunda fase del proceso a comienzos de 1.994, en consonancia a la propuesta realizada en su día por el representante español (bajo el título "Unión Económica y Monetaria: Manteniendo el Rumbo"), una vez que se cumpliesen las cuatro condiciones objetivas, mencionadas anteriormente al analizar los acuerdos a los que llegaron los Ministros de Economía y Finanzas en dicha reunión (participación de todas las divisas en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo; prohibición de financiar los déficits mediante el recurso al banco central nacional, o mediante cualquier otra forma de financiación coactiva; mantenimiento de los déficits presupuestarios nacionales por debajo de sus respectivos niveles de inversión bruta, de forma que no exista un ahorro público negativo; y, total independencia de los bancos centrales respecto a sus respectivos gobiernos). Para poder afrontar todo este proceso se convocaron las Conferencias Intergubernamentales para la Unión Monetaria y Económica, y para la Unión Política, necesarias para la modificación de los Tratados Constitutivos de las Comunidades Europeas en estas materias, y sin las cuales no podría llevarse a efecto el proceso unificador.

En definitiva los acuerdos alcanzados por los once miembros

comunitarios (al quedar fuera del consenso el Reino Unido) fueron los siguientes:

* Garantizar la irreversibilidad del proceso hacia la unión política, económica y monetaria de la Comunidad Europea, convocando para el 13 de diciembre la Conferencia Intergubernamental para la Unión Monetaria y Económica (UME), a la que seguiría un nuevo Consejo Europeo el día 14, y para el 15 de diciembre la Conferencia Intergubernamental sobre la Unión Política (UP).

* Establecer el primero de enero de 1.994 como la fecha de inicio para la segunda fase del proceso de unificación monetaria y económica, una vez realizado el programa del Mercado Interior Único, y cumplidos por todos los Estados comunitarios los cuatro requisitos objetivos mencionados.

* Creación de una Institución Monetaria Europea, formada por los bancos centrales nacionales y un órgano central comunitario, cuya función primordial será la coordinación de las políticas monetarias de los países comunitarios, contando para ello con total independencia.

* Establecer un plazo de tres años de experiencia en la segunda fase, tras el cual la Comisión y el Consejo de la Institución Monetaria creada durante esa segunda fase, elaboren un informe sobre los progresos observados, de forma que el Consejo Europeo pueda decidir sobre el comienzo de la tercera y definitiva fase del

proceso (lo que constituía una decisión intermedia entre la propuesta de la Comisión, que consideraba que la segunda fase no debía de prolongarse por encima de dos años, y la postura española que defendía una fase de transición larga, de unos seis años).

La "crisis" británica

La postura británica respecto al proceso de integración de la Comunidad Europea no era unánime dentro del propio gobierno británico, y esto ya había quedado patente en octubre de 1.989, cuando el entonces Canciller del Exchequer, Nigel Lawson, presentó su dimisión, siendo sustituido por John Major, Secretario del Tesoro, hasta ese momento. La postura de Margaret Thatcher, opuesta a cualquier avance en el proceso de unificación comunitario que supusiese una merma en la soberanía británica en materia económica (y con mayor razón, en materia política) tuvo como consecuencia que el 1 de noviembre el primer viceministro de su gabinete de gobierno, Geoffrey Howe, presentase su dimisión. Al explicar las causas de la misma ante la Cámara de los Comunes, Howe acusó a la primera ministro de querer aislar al Reino Unido, actuando a espaldas de los hechos. La división del partido conservador resultaba evidente lo que llevó a Margaret Thatcher a plantear una moción de confianza de su partido. Al superar dicha moción por un número de votos inferior a la mayoría de dos tercios, Margaret Thatcher dimitió como líder del partido conservador y, con ello, como primera ministro del gobierno británico.

Con la dimisión de Margaret Thatcher parecía ponerse fin a un periodo de oposición británica a cualquier avance en el pro-

ceso de unificación económica que se separase de los criterios de su propia política nacional, y que había durado algo más de once años. Podría decirse que únicamente el proceso de liberalización de los movimientos de capitales había sido bien acogido por el gobierno británico, ya que no sólo no suponía una merma en la soberanía británica en materia económica sino que, en realidad suponía la renuncia de los países que mantenían limitaciones a dichos movimientos (entre los que no se encontraba el Reino Unido) a ejercer parte de esa soberanía.

Como nuevo líder del partido "tory" fue designado el titular de Economía, John Major (a quien había correspondido sustituir a Nigel Lawson, tras su dimisión), por lo que si bien podría esperarse una menor inflexibilidad en sus posturas respecto al proceso de unidad económica y monetaria, no parecía que se fuese a alterar la postura británica. Esta convicción se haría pronto realidad en la presentación de su gobierno ante la Cámara de los Comunes, al reiterar el rechazo británico a una moneda única para la Comunidad. Sin embargo, esta oposición se presentaba ante el hecho de que dicha moneda les fuese "impuesta" en contra de su voluntad de implantarla, con lo que dejaba abierta la posibilidad de una futura adopción de la misma, y a la participación británica en el proceso de unificación monetaria.

Esta "crisis" británica vino a sumarse a otros aspectos que ponían de manifiesto tensiones dentro de la Comunidad Económica Europea, y concretamente dentro del Sistema Monetario Europeo, en lo referente al distinto tratamiento dado a los tipos de interés por las autoridades económicas de los diferentes países como respuesta a la crisis petrolífera derivada de la invasión

de Kuwait, y que reflejaba las divergencias económicas entre los mismos. Italia, Dinamarca y España mantenían inalterados sus respectivos tipos de interés, y en el caso español su nivel le permitía establecer máximos de cotización respecto al dólar, en relación con los últimos nueve años, al establecerse un "fixing" de 93,832 pesetas por dólar el día 7 de noviembre - en la misma fecha en que la divisa americana cotizaba, por primera vez en su historia, por debajo de los 1,5 marcos alemanes, pese a lo cual la peseta se revalorizó también respecto a la divisa germana, en un momento en el que el diferencial de inflación con la media de inflación comunitaria se situaba en el nivel más bajo alcanzado hasta la fecha, al haberse reducido dicho diferencial a tan sólo 4 décimas en septiembre de 1.990 (más por penuria ajena que por méritos propios, pese a lo cual no se ha vuelto a repetir). Este sostenimiento de los tipos de interés resultaba difícilmente compatible con el incremento de los mismos en Alemania, Bélgica, Holanda y Luxemburgo, y mucho más dentro de un proceso de integración monetaria que exigía una mayor coordinación de las políticas económicas, en general, y monetarias en particular. Pero mucho menos lo eran las disminuciones de tipos de interés que se produjeron en Francia e Irlanda (sin considerar la producida en el Reino Unido en el momento de incorporarse al Sistema Monetario Europeo), que aunque moderadas contrastaban con los incrementos en los cuatro países mencionados.

Sin embargo, pese a la descordinación anterior, en lo que a medidas prácticas se refiere, no sucedía lo mismo en el campo teórico, ya que los gobernadores de bancos centrales, reunidos en Basilea el 14 de noviembre, llegaron a un acuerdo sobre los

estatutos del futuro Banco Central Europeo, los cuales fueron estudiados por los Ministros de Economía y Finanzas de la Comunidad en la reunión del ECOFIN de 2 de diciembre. La propuesta presentada, que debía debatirse en la Conferencia Intergubernamental para la Unión Económica y Monetaria, a celebrar en Roma el 13 de diciembre, se centraba en los siguientes puntos:

* El valor oficial del ECU se seguirá definiendo en la segunda etapa sobre una "cesta ponderada" de las doce monedas comunitarias, pero a diferencia de lo que se producía hasta entonces ésta será una "cesta dura", caracterizada en que en los posibles realineamientos el ECU mantendrá fija su paridad respecto a todas las monedas que no se devalúen.

* La creación de un Banco Central Europeo que ya desde esta segunda etapa del proceso de unificación económica y monetaria, cuyo comienzo se fija en el uno de enero de 1.994, podrá emitir pasivos en ECUs, estableciéndose una "cuenta de intercambio" con los bancos centrales nacionales cuya creciente implantación facilitaría el futuro proceso de sustitución de monedas.

Además el Banco Central Europeo coordinaría las políticas monetarias nacionales, asumiría las competencias en materia monetaria, en general, y cambiaría en particular, y podría realizar operaciones en los mercados monetarios y de divisas para el cumplimiento de sus fines, entre los que destaca el objetivo de alcanzar la estabilidad de precios, gozando de total independencia en su actuación.

Esta propuesta venía a servir de puente entre lo que se establecía en el Informe Delors y la contrapropuesta británica al mismo.

Las Conferencias Intergubernamentales para la Unión Económica y Monetaria (UEM) y para la Unión Política (UP)

Coincidiendo con la reunión del Consejo Europeo de Jefes de Estado y de Gobierno, para inaugurar las Conferencias Intergubernamentales que estableciesen las modificaciones de los diferentes Tratados Constitutivos de las Comunidades Europeas para hacer posible los cambios institucionales que exigían los procesos de unión monetaria y económica, por una parte, y de unión política, por otra, el Parlamento Europeo presentó en Roma lo podría ser considerado un "proyecto de Constitución Europea" de corte federalista. La presentación de este informe hizo temer un endurecimiento de la postura británica pero, por el contrario, en las reuniones celebradas en Roma (por tercera vez en el periodo de sólo un año), los días 15 y 16 de diciembre se acordó por unanimidad la reforma de los Tratados Constitutivos de las Comunidades Europeas, introduciéndose la regla de la mayoría cualificada de ocho Estados para que el proceso integrador pueda ser llevado a su fin, reservándose el requisito de unanimidad para la decisión final de adoptar una moneda única. El apoyo británico al proceso de unificación europeo, por primera vez desde su puesta en marcha permitiría que los trabajos preparatorios de los nuevos tratados (cuya culminación tendría lugar en Maastrich, un año después), se realizasen sin las reservas que el voto negativo inicial hubiese introducido.

En el primer semestre de 1.991 Luxemburgo asumía la Presi-

dencia de la Comunidad Europea y se iniciaban los trabajos de la Conferencia Intergubernamental para la Unión Económica y Monetaria en Europa. El 8 de enero de 1.991 el gobierno británico presentó su propuesta basada en los siguientes aspectos:

- * La instauración, ya en la segunda fase del proceso, de un Fondo Monetario Europeo, institución cuya actividad fundamental sería la emisión de la nueva moneda que, del mismo modo, proponía crear la propuesta británica. Esta nueva moneda era el "ECU-Duro".

- * El ECU-Duro (Hard-ECU) no estaría definida como una cesta de monedas, ni por una simple relación respecto a otros activos o monedas, si no que tendría un valor propio y diferenciado respecto a otras monedas, añadiendo además la característica diferenciadora de que no podría verse devaluada frente a las monedas del sistema.

El ECU-Duro formaría parte del sistema de cambios, y para evitar su devaluación los bancos centrales de los países del sistema "compensarían" al Fondo Monetario Europeo por las pérdidas cambiarias que experimentasen sus monedas, evitando de esta manera que una devaluación afectase al respaldo que debía tener la nueva moneda creada.

- * No se daba ninguna pauta para la tercera etapa del proceso de integración, si bien se contemplaba la posibilidad de que, si las fuerzas del mercado así lo requirieran, el Fondo Monetario Europeo pasase a conver-

tirse en un Banco Central Europeo, y el ECU-Duro en la moneda única europea, de existir pleno acuerdo de los gobiernos de los países comunitarios.

Frente a la postura británica, que era un claro reflejo del deseo de un proceso progresivo, y lento, hacia la unión monetaria, el 25 de enero de 1.991, y ante la primera reunión de la Conferencia Intergubernamental para la Unión Económica y Monetaria que iba a celebrarse en Bruselas el lunes 28 de ese mismo mes y año, se presentó la propuesta española denominada "El ECU y el Sistema Europeo de Bancos Centrales durante la Segunda Fase", que estaba basada en los aspectos presentados en la Cumbre Extraordinaria de Roma, y que se concretaba en los siguientes puntos:

* Establecimiento de un Banco Central Europeo al finalizar la segunda etapa, partiendo para ello de un Sistema Europeo de Bancos Centrales. El Banco Central podría no sólo emitir ECUs si no, además, emitir pasivos oficiales en ECUs (mediante la aceptación de depósitos en ECUs a cambio de las monedas nacionales. E igualmente, el Banco Central Europeo asumiría las competencias en materia monetaria del Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) y del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, coordinando las políticas monetarias nacionales, pudiendo también intervenir en los mercados de divisas como cualquier banco central nacional, así como actuar en ECUs mediante operaciones activas, prestando a los bancos comerciales a corto plazo y con limitaciones estrictas respecto a la cuan-

tía, para evitar un crecimiento no deseado de la oferta monetaria.

* El ECU seguirá definiendo su valor respecto a una "cesta de monedas", en la que se incluyan cantidades determinadas de cada una de las monedas comunitarias. Sin embargo, este compendio de cantidades de monedas tendrá el carácter de "cesta dura" al no procederse a su revisión más que en los casos en que exista un realineamiento, y no en periodos fijos como venía sucediendo hasta el momento, en que cada cinco años se llevaba a cabo su variación. Esta revisión se produciría de forma automática en cada realineamiento pero de manera que el ECU mantenga fija su paridad central bilateral respecto a todas las monedas que no se devalúan, o en su caso, respecto a aquella moneda respecto a la cual todas las demás pierden valor.

Junto a estas dos propuestas el Banco de Francia defendía una postura más acorde con el estricto seguimiento del Plan Delors, y el establecimiento de una "unión monetaria a dos velocidades", de forma que se incorporen previamente los países que reúnan las condiciones objetivas para lograr esta unión monetaria, y posteriormente se sumen a las misma los restantes países que lo deseen, una vez que alcancen dichas condiciones objetivas (y sería esta concepción (si bien muy suavizada y estableciendo un periodo previo de convergencia, la que en realidad tuvo su concreción en los Acuerdos de Maastricht, siendo postulada de forma repetida cada vez que se producía una crisis que afectaba negativamente al proceso de unificación).

Esta postura de una Europa a dos velocidades era igualmente compartida por las autoridades del Bundesbank cuyo gobernador, Karl Otto Poehl, ponía como ejemplo el desastre de la unión monetaria alemana (con cuyos términos mostró en todo momento su total desacuerdo) para destacar las dificultades de un proceso de unión monetaria entre países de muy diferente estructura y desarrollo, siendo por ello necesaria la previa armonización de las políticas financieras, iniciando el proceso de unificación monetaria aquellos países cuyas economías se encuentran a niveles similares, y cuya armonización resultará más sencilla, para que los mismos acelerasen dicho proceso, al cual se unirían con posterioridad los restantes países, una vez que sus economías hubiesen salvado las diferencias existentes. Iguales argumentos eran los defendidos por Holanda, que junto a Francia, Luxemburgo, Bélgica, Dinamarca, y la propia Alemania, constituirían los países de "vía rápida".

Sin embargo, estos argumentos chocaban con el criterio mantenido por la Comisión Europea, y en particular con el de su Presidente, Jacques Delors, que buscó en España un aliado para sus ideas, ya que la posición defendida por el gobierno español era de total rechazo a cualquier medida que supusiese la división en dos de la Comunidad, por lo que defendía el establecimiento de unos plazos conocidos, la presión institucional sobre los países para que estos tengan estímulos exteriores para mantener el avance adecuado (razón por la que se proponía la instauración de una institución monetaria desde el mismo comienzo de la segunda etapa, que culminaría en la creación de un Banco Central Europeo a la finalización de la misma), y el compromiso de realizar un esfuerzo nacional para lograr la convergencia de

las economías de los países miembros antes de la terminación de la primera fase, que permita comenzar la segunda (en 1.994) en condiciones de avanzar hacia la unión monetaria.

Toda esta polémica se desarrollaba en un contexto en el que el dólar volvía a repuntar provocando tensiones en el Sistema Monetario Europeo ya que el marco alemán estaba sufriendo las consecuencias del proceso de unificación monetaria (que, según declaró Karl-Otto Poehl el 19 de marzo de 1.991, ante la Comisión Económica del Parlamento Europeo, era un ejemplo, de aquello que no debe ser hecho en Europa), lo que amenazaba con una elevación de los tipos de interés alemanes (que se traducirían más tarde o más temprano en una elevación de los tipos de interés de los restantes países comunitarios), el franco francés se veía influenciado por la posición de fortaleza de la peseta, y las intervenciones que en dicha divisa, al igual que en otras, se veía forzado a realizar el Banco de España para mantener a la peseta dentro de los límites de fluctuación del sistema. Tan sólo la pérdida de fortaleza del dólar al comienzo del mes de abril permitió rebajar la tensión, y afrontar el desarrollo de una reunión de los Ministros de Economía y Hacienda de la Comunidad en Luxemburgo, el 8 de abril, sobre el proceso de Unión Económica y Monetaria (que tuvo como actividad paralela la reunión "informal" del Consejo Europeo, dirigida a examinar diversos problemas derivados de la crisis del Golfo Pérsico).

Por su parte España decidió la liberalización de los movimientos de capitales (con algunas restricciones dirigidas a un mantenimiento de información, más que a un verdadero control de estas operaciones), con lo que las entidades financieras con depósitos en pesetas convertibles podían conceder créditos en

pesetas a los no residentes, y los españoles podían abrir cuentas corrientes en divisas en monedas comunitarias en cualquier país comunitario (excepto en Grecia y Portugal, en los que no existía libertad de movimientos de capitales y, por lo tanto, su propia legislación nacional lo impedía). Con esta medida, que venía a sumarse a la decisión adoptada el 15 de marzo anterior por la que se suprimió el "depósito previo sobre el endeudamiento exterior", que retenía sin remunerar el 30 % del importe dirigido a ese endeudamiento exterior, hasta que se llevaba a cabo la operación y que, vigente desde enero de 1.989, estaba dirigido a frenar las entradas de capitales exteriores y moderar el impacto expansivo que esta financiación con capital extranjero tenían sobre la liquidez interna de la economía, las autoridades económicas españolas decidían no apurar el plazo de que disponían para afrontar la liberalización de movimientos de capitales, al mismo tiempo que dejaban clara su voluntad de no permitir una caída de los tipos de interés, si bien se confiaba en que se generase un cierto incremento de la demanda de divisas que sirviese de "contrapeso" a la entrada de capitales que los elevados tipos de interés provocaba, reduciéndose así la fortaleza de la peseta en el Sistema Monetario Europeo. Sin embargo, estas medidas fueron insuficientes para aliviar dicha tensión, y la peseta siguió situada en el límite superior de la banda de fluctuación, en el límite respecto al franco francés, al estar situada en el 6,13 % en relación a la paridad central bilateral con la divisa francesa, y por encima de las paridades centrales bilaterales respecto a la totalidad de las restantes monedas, a pesar de la disminución de los tipos de interés iniciada este año. El acuerdo del Grupo de los Siete (Estados Uni-

dos, Japón, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia y Canadá), para bajar los tipos de interés, y la intervención conjunta de los Bancos Centrales europeos para bajar la cotización del dólar, se tradujeron en nuevas presiones de las autoridades económicas francesas para que se produjese una nueva reducción de los tipos de interés en España, sin lo cual Francia no podría cumplir los compromisos adquiridos, al estar situado el franco francés en el límite de fluctuación respecto a la peseta, y el Ministro francés de Economía y Finanzas, Pierre Bérégovoy, dejó clara la posición francesa de impedir cualquier realineamiento en el Sistema Monetario Europeo que permitiese a un país con alta inflación unirse a los "mejores" que, en su opinión eran los países con menores tipos de interés (y la crisis de 1.992 vino a darle la razón).

La Cumbre de Luxemburgo

Una vez discutidos en la cumbre "informal" de Jefes de Estado y de Gobierno de los países comunitarios, celebrada en abril, los principales asuntos "externos" que les preocupaban (los derivados de la crisis del Golfo Pérsico -que se tradujo en la aprobación de ayudas a favor del pueblo kurdo y en la lamentable constatación de la dificultad de adoptar una postura unánime en política exterior-, y la concreción de la ayuda a los países del Este -que tuvo su exponente principal en el acto de inauguración del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, el 14 de abril), y una vez que el dólar veía frenada su remontada por el acuerdo del Grupo de los Siete, la Comunidad podía volver a centrar su atención en el proceso de unificación económica y política. Respecto al segundo de estos aspectos, el

presidente de la Conferencia Intergubernamental para la Unión Política Europea, el luxemburgués Joseph Weyland, presentó el borrador del proyecto de tratado para la unión política que, al no reconocer iniciativa legislativa alguna al Parlamento Europeo, fue inmediatamente criticado por sus miembros. En lo referente al proceso de unión económica, la presidencia de la Comunidad, que este primer semestre de 1.991 correspondía a Luxemburgo, elaboró un documento de trabajo dirigido a la armonización de las políticas fiscales de los países comunitarios, que presentaría en la Cumbre de Luxemburgo bajo el título de "Abolición de las fronteras fiscales", al mismo tiempo que fijaba, en otro documento, la fecha de finales de 1.996 para el comienzo de la tercera fase del proceso, concediéndose una moratoria a aquellos países que no estuviesen en condiciones de afrontar la misma. La determinación de los países que estaban en condiciones de acceder a esta tercera fase a finales de 1.996 sería adoptada por el Consejo Europeo a la vista del informe que presentasen la Comisión y el Banco Central Europeo (en funciones desde el inicio de 1.996, heredando las mismas del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que debería comenzar a operar en 1.994), atendiendo a criterios objetivos de la convergencia entre los países (tasa de inflación, déficit público, nivel de deuda pública y tipos de interés). Asimismo, en este momento, los países que participasen en la tercera fase de la unión económica y monetaria, decidirían la introducción del ECU como moneda única europea. Los países que no participasen en esta tercera fase perderían derecho de decisión sobre este asunto y respecto a aquellos relativos a la instrumentación de la política monetaria del sistema. La respuesta española al programa

luxemburgués fue la exigencia de la implantación de un mecanismo de compensación dirigido a favorecer a las regiones menos desarrolladas mediante la modificación de los fondos estructurales que debía llevarse a cabo en 1.993, posibilitando o facilitando con ello que estos países, con una renta nacional muy por debajo de la media comunitaria, abordasen las medidas de convergencia necesarias para acceder a la tercera fase del proceso de integración, entre las que se incluía el sometimiento de las divisas en la "banda estrecha" de fluctuación del Sistema Monetario Europeo.

Los Ministros de Economía y Finanzas de los países comunitarios, reunidos el 11 de mayo en Luxemburgo, lograron llegar a un acuerdo sobre armonización de tipos del Impuesto sobre el Valor Añadido, sin embargo no consiguieron alcanzarlo en lo relativo al régimen de fiscalidad indirecta por las discrepancias existentes sobre los impuestos especiales, y en particular los que gravan el alcohol y el tabaco (lo que dió lugar a una nueva reunión un mes después, el 10 de Junio, que fracasó igualmente al mantenerse las diferencias respecto a la imposición a estos dos bienes), pero aprobaron en cambio un calendario del proceso de unión monetaria que llevaría a lograr la misma en 1.998, y que determinaba que los países comunitarios que mantuviesen su moneda en la "banda ancha" de fluctuación deberían reducir la misma hasta el 1,5 % antes de 1.996.

La Comisión Europea, a través de su Presidente, Jacques Delors, además de mostrar su apoyo a la propuesta española de establecer un fondo de cohesión (que había contado con un rechazo casi generalizado de los países "avanzados" comunitarios, y tan sólo con un cierto respaldo del resto, que no veían en el mismo

la solución a sus problemas y si una obligación implícita en su aceptación de dirigir sus políticas económicas hacia objetivos comunitarios diferentes, en la mayoría de los casos, que los suyos a nivel nacional), introdujo una cláusula de "salvaguardia por la que se permitiría a un país posponer su participación en la tercera fase del proceso, aunque cumplierse todos los requisitos objetivos para poder acceder a la misma. De esta forma se intentaba eliminar las posturas rígidas adoptadas tanto por los países que, como España, deseaban estar en el grupo de países que desde un inicio participasen en el proceso de unificación, como a aquellos otros, y en particular al Reino Unido, que no deseaban ser "obligados" a dicha participación. Como contrapartida, Jacques Delors solicitó del Presidente de gobierno español que no condicionase su apoyo al proceso integrador, tanto político como monetario, al logro de avances en el campo de la cohesión social, al menos en durante el Consejo Europeo de Luxemburgo.

Los días 28 y 29 de Junio de 1.991, en Luxemburgo, se reunieron los Jefes de Estado y de Gobierno de los países comunitarios en el Consejo Europeo que ponía fin al semestre de presidencia luxemburguesa, y acordaron por unanimidad que las negociaciones de las dos Conferencias Intergubernamentales para la Unión Política, Económica y Monetaria Europeas, tuviesen su colofón en Maastricht (Holanda), el 10 de diciembre, en el Consejo Europeo con el que terminaba el semestre de presidencia holandesa. Sin embargo, el Primer Ministro británico, John Major, mostró su oposición al calendario presentado para el proceso de unificación, así como a los mismos fines de aquel, rechazando la unidad monetaria europea como meta "cercana" de la

Comunidad, si bien no descartó la misma para un futuro más bien remoto. Esto llevó a los países restantes a, tras considerar el Anteproyecto de Tratado, aprobar por mayoría de once contra uno dicha unión monetaria como fin de la Comunidad Europea, y la fecha y el lugar indicado anteriormente como su punto de partida, confiando en un cambio en la postura británica que permitiese su aprobación por unanimidad, pero dejando claro que estaban dispuestos a que la misma se llevase a cabo en cualquier caso, para lo cual se establecía la necesidad de implantar programas de convergencia, encargando al Consejo de Economía y Finanzas (ECOFIN) la elaboración de informes sobre los progresos realizados en materia de convergencia.

Tras este Consejo Europeo de transición el semestre de presidencia holandesa estuvo, en su principio, marcado por la crisis yugoeslava que, sumada a la caótica situación de los restantes países del este europeo, estaba afectando de forma directa e indirecta, a la economía alemana, y con ello a la de los restantes países comunitarios. El aumento de la inflación llevó al Bundesbank a incrementar en un punto su tipo de descuento, o tipo de referencia, mientras que aumentaba en sólo un cuarto de punto el tipo de intervención (tipo lombardo). Esta reducción de la diferencia entre ambos tipos de interés tenía como consecuencia el encarecimiento de los préstamos para los bancos de los países orientales (ya que el tipo lombardo constituye el tipo de interés del dinero que el Bundesbank presta a los bancos, con carácter extraordinario), y un encarecimiento que era superior al que experimentaba el aplicado al resto de los agentes, con lo que el encarecimiento "relativo" era aún mayor. Este incremento de los tipos de interés alemanes alejaba

la posibilidad de una inminente reducción de los españoles, lo que impedía que Francia pudiese llevar a cabo la reducción de los suyos aunque España no los aumentase. La bajada de tipos en el Reino Unido a principios de septiembre propició a su vez la reducción de los tipos de interés españoles que, sin embargo, tampoco fueron modificados. Se venía a demostrar así que la política crediticia española estaba respondiendo a condicionantes internos (entre los que destacaba el problema de la inflación) sobre los aspectos externos, tanto más cuanto la "comoda" sobrevaloración de la peseta, pese a todos los efectos nocivos que introducía en la economía estaba permitiendo un crecimiento muy por encima de la media comunitaria, sin tensiones monetarias externas y abaratando las importaciones de bienes de equipo (siempre a costa del sector exportador español y de hipotecar el necesario crecimiento de la inversión interna, lo que se debía de traducir tarde o temprano en una inflexión, cuando no fuese posible mantener ese ritmo de crecimiento, lo que tuvo su expresión material en 1.992).

Por otra parte, la totalidad del semestre estuvo centrada, desde el punto de vista de la integración monetaria y económica, en los trabajos y propuestas realizados. Así, el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, en la discusión de las funciones del futuro Banco Central Europeo, y con la base del acuerdo alcanzado sobre los estatutos del mismo, que se ha considerado en puntos anteriores, reclamaba la capacidad de inspección de las entidades financieras que existirían en el futuro mercado único, así como se planteaba la posibilidad de que los Tesoros Públicos pudiesen recurrir, con carácter excepcional, a la nueva institución para la financiación de sus défi-

cits. Los Ministros de Economía y Finanzas, reunidos en Bruselas, el 9 de septiembre, estudiaron la propuesta que presentó el Ministro de Finanzas holandés, Win Kok, sobre la creación de una institución monetaria, el Instituto Monetario Europeo, ya desde el inicio de la segunda fase del proceso de unión monetaria europea. Este Instituto, que sustituiría al Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, además de establecer las directrices de política monetaria, vigilar el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo, y promover la utilización del ECU, debería coordinar las actuaciones de los diferentes Bancos Centrales. El Sistema Europeo de Bancos Centrales no entraría en funcionamiento hasta la tercera fase del proceso (lo que iba en contra de lo aprobado en el Consejo Europeo de Roma). La tercera fase exigiría un grado de convergencia elevado, en el que no existiesen diferencias significativas en los niveles de inflación, y los tipos de interés se moviesen en los niveles de los mantenidos por los países con mayor estabilidad, limitando los déficits públicos y el endeudamiento, así como la obligatoriedad de pertenecer al Sistema Monetario Europeo y adoptar en el mismo la banda "estrecha" dos años antes de acceder a esa tercera fase. En definitiva, el plan holandés propugnaba una "Europa de dos velocidades".

España con un importante diferencial de inflación en relación con la media comunitaria, un proceso de expansión del gasto público que dificultaba la contención del déficit, y un creciente déficit de balanza de pagos, propiciado por unos elevados tipos de interés, que constitulan una pérdida de competitividad internacional, así como un gravamen a la exportación y a la inversión interna, no podía ver de buen grado los requisitos

exigidos para participar en el proceso de unión económica y monetaria. Por su parte, la Comisión tampoco veía de buen grado esta "unión monetaria a dos velocidades" ya que podía entorpecer otros aspectos del proceso de integración, sobre todo en el ámbito agrícola por la interrelación entre el campo monetario y la política agrícola común, como reflejaba la existencia de los montantes compensatorios monetarios. Así, por diferentes razones, tanto España como la Comisión consideraban conveniente que los países que no participen en la tercera fase del proceso si lo hagan en los órganos e instituciones comunitarias.

Una nueva reunión de los Ministros de Economía y Finanzas de los países comunitarios, esta vez el día 21 de septiembre en Apeldoorn, sirvió para realizar una declaración de principios por la que se reconocía que todos los países deberían poder acceder a la tercera fase del proceso integración monetaria en el mismo momento. Sin embargo, las discrepancias existentes entre los países comunitarios lo hacían imposible, y se propusieron una serie de medidas que posibilitaran la incorporación de los países que no participasen en el proceso en el menor plazo. El paso a la tercera fase sería acordado por los doce países miembros, atendiendo a tres criterios básicos de carácter negativo:

* Imposibilidad de veto.

Ningún país podría vetar el inicio de la tercera fase, es decir, que aunque un país no desee incorporarse al último estadio del proceso de integración no podrá impedir que este se desarrolle y que otros países participen en él.

* No coerción

No podría obligarse a ningún país a participar en esa tercera fase.

* No exclusión arbitraria

Un país sólo podrá ser privado de participar en el proceso por que no cumpla los requisitos que de forma objetiva se han fijado como esenciales.

La fecha de inicio de la tercera fase se fijaba en 1.997, a lo que el representante español propuso se añadiese un periodo transitorio de dos o tres años, a efectos de que todos los países iniciasen esa tercera fase al mismo tiempo, intentando así que la Europea a dos velocidades no fuese un hecho.

Desde el punto de vista del proceso de unión política las diferencias se hacían más patentes. El 25 de septiembre, Holanda presentó un nuevo Proyecto de Tratado en el que se reconocían al Parlamento Europeo poderes legislativos y de control de la Comisión, al establecer a ésta al requisito de someterse a la investidura. Sin embargo, Gran Bretaña puso de manifiesto su total rechazo al mismo y anunció su veto en el caso de que tal proyecto fuese presentado en el Consejo de Maastricht, lo que se unió a otras críticas sobre aspectos concretos del mismo que realizaron otros países, obligando a la presidencia holandesa a retirar su proyecto el 1 de octubre.

La Cumbre de Maastricht: El compromiso de la unión monetaria

A poco más de un mes de la celebración del Consejo Europeo que debía desarrollarse en Maastricht (Holanda), los días 10 y 11 de diciembre, y en el que se tenían que poner las bases de una futura unión económica y política en la Europa comunitaria, los países miembros de la Comunidad Europea parecían más dis-
tantes que nunca. Sin embargo, esto era sólo el reflejo de la trascendental importancia que iban a tener los acuerdos a los que se llegase en la misma, y la necesidad de las autoridades económicas y políticas de los diferentes países de defender al máximo sus posturas, ya que eran conscientes que de una u otra forma iban a ver determinado su futuro por los fines que en la misma se fijasen y la forma en que se decidiese que debían alcanzarse. Asimismo, eran conscientes que el logro de tales objetivos exigiría esfuerzos a los países y tendrían costes cuya exigencia a los ciudadanos de sus respectivos países debería de ampararse en que sus intereses habían estado debidamente defendidos, siendo tal esfuerzo y tales costes los mínimos necesarios para alcanzarlos, y con ello lograr unos beneficios aún mayores.

La falta de un acuerdo global en la sesión de las Jornadas de trabajo de la Conferencia Intergubernamental para la Unión Económica y Monetaria, celebrada en Bruselas el 12 de noviembre, sólo quedó disimulada por las críticas realizadas al nuevo Proyecto de Tratado para la Unión Política, que presentó en la misma fecha la presidencia holandesa en Noordwijk ante los Ministros de Asuntos Exteriores. El nuevo proyecto, al contrario del que tuvo que retirar en octubre, se ajustaba en lo general a las bases aprobadas en el Consejo Europeo de Luxemburgo, pero

las concesiones hechas al Reino Unido en un intento de lograr su participación en el proceso de unión política no había tenido éxito en este aspecto, salvo en lo referente a aspectos puntuales, y en cambio habían introducido aspectos que podían traducirse en obstáculos más que en avances para el buen desarrollo del proceso. De este rechazo son claro ejemplo la abierta crítica al proyecto que realizó el Presidente de la Comisión el 20 de noviembre y una resolución del Parlamento Europeo, aprobada el día 21 por mayoría absoluta de 138 votos contra 14, en la que se establecía que de no modificarse dicho proyecto contaría con el veto (meramente simbólico, pero de indudable relevancia política, tanto más por el apoyo recibido). Las asambleas parlamentarias de Bélgica y de Italia se mostraron contrarias a la aprobación de un tratado que contase con el rechazo del Parlamento Europeo.

Este enfrentamiento institucional se complementaba con las constantes conversaciones que mantuvieron durante el mes anterior a la Conferencia Europea los Jefes de Estado y de Gobierno de los países comunitarios. A la gira que realizó el Primer Ministro holandés, Ruud Lubbers, como Presidente de la Comunidad, y la igualmente tradicional cumbre que celebraban los Jefes de Gobierno de Francia y Alemania, se sumaron en esta ocasión nuevas reuniones bilaterales de las que, por las declaraciones que los dirigentes políticos realizaban a su finalización, se traslucían cuales iban a ser sus posiciones. Así, el Reino Unido se mantenía en su rechazo al proceso de unificación europea, tanto más cuanto en el Proyecto de Tratado presentado por la presidencia holandesa se mantenía en término "federal", aunque parecía que estaba dispuesto a hacer concesiones en el ámbito mone-

tario (no en el económico, con carácter general). Por su parte Alemania, y en menor medida Francia, condicionaban su apoyo al proceso de unificación económica y monetaria, al avance en el campo de la unión política, para lograr con ello un desarrollo equilibrado que impidiese retroceder sin afrontar un coste mayor al que se derivaría del proceso de unificación. Italia, por su parte, se enfrentaba a una realidad económica nacional que garantizaba que su adaptación a los criterios objetivos de participación en el grupo de países que dirigirían el proceso de unidad monetaria le iba a reportar costes importantes, por lo que, junto con España, estaba interesada en lograr un nuevo recurso para el presupuesto comunitario. Esta propuesta de creación de un nuevo recurso financiero fue defendida por España, y contó en su inicio con el decidido apoyo de la Comisión, si bien ésta última, una vez que se preveía la posibilidad de lograr un acuerdo para aprobar el nuevo tratado, prefirió centrar su atención en otros aspectos, dejando que el tema de la cohesión económica y social se desarrollase como una consecuencia del propio acuerdo, y no como una premisa para el mismo.

Los días 10 y 11 de diciembre se reunió el Consejo Europeo, en Maastricht, lográndose un acuerdo sobre un nuevo Tratado de la Unión Europea, cuya aprobación hacía irreversible el proceso de integración, y constituía la mayor transformación experimentada por los acuerdos que unían a los países comunitarios desde la firma del Tratado de Roma, incluida el Acta Única, de la que era, en definitiva, una consecuencia.

Sin embargo, los acuerdos alcanzados sólo contaron con el apoyo de once de los países comunitarios, ya que Gran Bretaña, por la vía de las cláusulas de exclusión del sistema de moneda

única y de salvaguardia en el campo de la política social, quedaba de hecho fuera del acuerdo, si bien se admitía la posibilidad de su futura participación. Pese a ello, para lograr que el Reino Unido no vetase los acuerdos y que el resto de los países pudiesen seguir el proceso, aún sin la participación de los británicos, los objetivos perseguidos debieron ser rebajados, eliminando toda mención a la vocación federal de la Comunidad (que se sustituyó en el preámbulo del tratado por la frase "unión más estrecha entre los pueblos europeos". Asimismo, Gran Bretaña debió ser excluida de la aplicación del capítulo relativo a la Política Social, a efectos de que el nuevo tratado contase con la firma de los doce países comunitarios. Precisamente fue el aspecto de las concesiones al Reino Unido en materia de integración política, a efectos de sacar adelante un acuerdo sobre unión monetaria, el punto más criticado de la actuación alemana, en tanto el canciller Kohl en sus declaraciones anteriores a la cumbre, había ligado ambos procesos, pero al llegar el momento de apoyar esta postura, había preferido un avance claro en el campo monetario en detrimento de los logros políticos, lo que se reflejaba en que el Parlamento Europeo no conseguía la ampliación inmediata de sus poderes legislativos. España, por su parte, sí consiguió que los aspectos de la cohesión económica y social se incluyesen en un Protocolo de carácter vinculante (y no en una mera declaración anexa al tratado, como proponía la presidencia holandesa).

Los aspectos más importantes del nuevo tratado, en el contexto de este trabajo doctoral, serían los siguientes:

* Se introduce dentro de los principios que constituyen la base del tratado, la adopción de una política económica que, de conformidad con el principio de una economía de mercado abierto y de libre competencia, se base en tres aspectos:

- La estrecha coordinación de las políticas económicas seguidas por los estados miembros.
- El mercado interior.
- La definición de objetivos comunes.

* Se establece que esta actuación implicará la fijación irrevocable de tipos de cambio, con vistas a:

- El establecimiento de una moneda única, el ECU.
- La definición y la aplicación de una política monetaria y de tipos de cambio, igualmente única.

* Para dirigir estas actuaciones se crean:

- Un **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**, compuesto por el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales nacionales.
- El **Banco Central Europeo (BCE)**.
- Un **Comité Económico y Financiero**.

Sin embargo, se establece que durante la segunda fase del proceso de unificación monetaria actuarán otros dos organismos creados por el nuevo tratado:

- El Instituto Monetario Europeo (IME), que, hasta su sustitución, al comienzo de la tercera fase, por las dos instituciones mencionadas, asumirá las funciones que tienen encomendadas el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), y el Comité de Gobernadores (que desaparecerán al iniciarse la segunda fase del proceso de unificación (el primero de enero de 1.994).

- Un Comité Monetario, de carácter consultivo, que dejará de existir al iniciarse la tercera fase, para dar paso al Comité Económico y Financiero.

* Se establecen una serie de prohibiciones dirigidas a evitar desviaciones en el logro de los objetivos propuestos:

- Prohibición de todas las restricciones a los movimientos de capitales entre los estados miembros y los terceros países.

Implantando un plazo transitorio que terminaría a finales de 1.996 para las amparadas en excepciones a la libertad de movimientos de capitales existentes

en el momento de firmarse el tratado. Y exigiéndose que la adopción de medidas que representen una regresión respecto de la legislación comunitaria en la materia, por lo que respecta a terceros países, deban ser adoptadas por unanimidad.

- Prohibición de la concesión de facilidades para descubiertos, o cualquier otro tipo de facilidades de crédito a instituciones u organismos comunitarios, gobiernos o administraciones públicas, tanto por el Banco Central Europeo (o el Instituto Monetario Europeo, hasta la creación de aquel) como por los bancos centrales nacionales. Quedando del mismo modo prohibida la adquisición directa de instrumentos de deuda a dichos bancos.
- Prohibición de medidas que establezcan un acceso privilegiado a las entidades financieras por parte de las instituciones públicas, tanto comunitarias como nacionales, siempre que no estuviesen basadas en consideraciones prudenciales, cuya definición debería realizarse antes de comenzar el año 1.994.
- Prohibición de déficits públicos excesivos y mantenimiento de niveles de endeudamiento público aceptables.

A efectos de determinar la observancia de la disciplina presupuestaria se establecen dos criterios, que a su vez sirven de referencia para establecer, junto con otros tres, si un país reúne los requisitos para pasar a la segunda fase del proceso de unificación monetaria, y que establecen una comparación entre:

El déficit público, previsto o real y el producto nacional bruto, atendiendo tanto a su valor como a la evolución que haya experimentado, así como a si el déficit público es superior a los gastos públicos de inversión.

La deuda pública y el producto interior bruto.

En todo caso, será el Consejo el que, por mayoría cualificada, y sobre la base de una recomendación de la Comisión, decida si existe un déficit excesivo, considerando las observaciones que desee formular el Estado miembro afectado.

* Se determinan las fechas concretas o condicionales que deben regir el proceso de unificación monetaria y económica hasta su culminación:

- La **segunda fase** de realización de la Unión Económica y Monetaria (cuyo pri-

mer periodo habia comenzado el 1 de Julio de 1.990), debería empezar el 1 de enero de 1.994, tal como se habia acordado en la cumbre de Roma.

- La **tercera fase** comenzará el 1 de enero de 1.999, siempre que antes de la finalización del año 1.997 no se hubiese establecido una **fecha anterior** para su inicio. La decisión para determinar esta fecha la realizaría el Consejo sobre la base de una recomendación de la Comisión y tras la consulta al Parlamento Europeo, atendiendo a los informes que presenten la propia Comisión y el Instituto Monetario Europeo.

* El paso a la segunda fase del proceso de unidad exige a los países que deseen acceder a la misma que cumplan una serie de requisitos de convergencia que garanticen que, al comenzar la tercera fase de dicho proceso, pueden reunir las condiciones para establecer, una moneda única y el Banco Central Europeo. Dos de estos criterios están relacionados con la ponderación de la existencia de déficits excesivos, y de hecho en el Protocolo sobre los criterios de convergencia y en la redacción del nuevo artículo 109 F, que introduce el tratado, figura un único criterio, relativo a la situación presupuestaria estatal, que en el presente trabajo se ha dividido en dos, a efectos de una perfecta dife-

diferenciación de todas exigencias para lograr el acceso a la segunda fase del proceso. Estos requisitos de convergencia, como ya se ha indicado en puntos anteriores, son:

- 1) El criterio relativo a la **estabilidad de precios**, que exige un comportamiento de precios sostenible y una tasa promedio de inflación durante el periodo de un año antes a la fecha del examen que no rebase en más de 1 y 1/2 puntos porcentuales la de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios, utilizando para la medición de dicha inflación el índice de precios al consumo (IPC), sobre una base comparable, que tenga en cuenta las diferentes definiciones nacionales.
- 2) El criterio relativo a la **situación presupuestaria** en lo referente al **déficit público**, previsto o real, que determina que su proporción respecto al producto nacional bruto, a precios de mercado, del país que se considere, no podrá superar el 3 %.
- 3) El criterio relativo a la **situación presupuestaria** en lo referente al **nivel de endeudamiento público**, que establece en un 60 % el límite de la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto, a precios de mercado.
- 4) El criterio relativo a la **participación en el mecanismo de tipo de cambio del Sistema Monetario**

Europeo, por el cual los Estados miembros deberán haber observado, sin tensiones graves y durante al menos los dos años anteriores al examen, los márgenes normales de fluctuación, y no habrán procedido a la devaluación del tipo de cambio central bilateral de su moneda, a petición propia, respecto a ningún otro Estado miembro, durante el mismo periodo.

- 5) El criterio relativo a la convergencia de los tipos de interés, que obliga a mantener, durante el año anterior al examen un tipo promedio de interés nominal a largo plazo que no exceda en más de 2 puntos porcentuales el de, como máximo, los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios, tomando como referencia los tipos de interés de los bonos del Estado a largo plazo u otros valores comparables, teniendo en cuenta las diferencias de las definiciones nacionales.

La dificultad de alcanzar simultáneamente todos estos requisitos se pone de manifiesto en el hecho de que, en el momento de firmar los Acuerdos de Maastricht, únicamente Francia y Luxemburgo cumplían los cinco mientras que Alemania, Dinamarca y el Reino Unido sólo cumplían tres de ellos, Bélgica, Holanda e Irlanda únicamente dos, y España uno (el relativo a la deuda pública, si bien con valores cercanos a los exigidos, en aquel momento, respecto al relativo a la inflación y a los ti-

pos de interés, aunque con tendencias contrarias en lo referente a la posibilidad de actuación sobre ambos, y con la posibilidad de incorporarse a la "banda estrecha" del Sistema Monetario Europeo sin excesivos costes para la economía española, aunque sí para la libertad de actuación de las autoridades monetarias). Por último, Grecia, Portugal y la propia Italia, no cumplían ni uno sólo de los requisitos exigidos.

* Se establece que, por unanimidad, el Consejo Europeo, sobre la base de una recomendación bien del Banco Central Europeo (o del Instituto Monetario Europeo, de no haber comenzado aquel sus funciones), o bien de la Comisión, previa consulta al primero, podrá celebrar acuerdos formales relativos a un sistema de tipos de cambio para el ECU frente a monedas no comunitarias, y por mayoría cualificada, con el mismo trámite, adoptar ajustar o abandonar los tipos centrales del ECU en el sistema de tipos de cambio, informando en todo caso al Parlamento de las decisiones adoptadas.

La composición en divisas de la cesta del ECU no será objeto de modificación, y desde el inicio de la tercera fase el valor del ECU quedará irrevocablemente fijado, al adoptar el Consejo, por unanimidad de todos los Estados miembros no acogidos a excepción, los tipos de conversión a los que quedarán irrevocablemente fijadas las monedas respectivas de los Estados miembros, y el tipo irrevocablemente fijado al cual el ECU sustituirá a dichas monedas, convirtiéndose éste en una moneda por

derecho propio, sin que dicha medida modifique por sí misma el valor externo del ECU. Respecto a los países acogidos a excepción, en el caso de que se decida suprimir la misma, bien a petición del Estado miembro, o bien tras el nuevo examen que cada dos años, como mínimo, debe realizarse, deberá adoptarse el tipo de cambio al cual el ECU sustituirá a la moneda del Estado sometido, hasta ese momento, a excepción, y las restantes medidas necesarias para la introducción del ECU como moneda única, incluido ya el Estado miembro de que se trate.

La implantación del Banco Central Europeo, cuyo funcionamiento supone una política monetaria única, vendrá a completar el proceso de Unión Monetaria Europea, que ante el desarrollo del Mercado Único, constituirá a su vez la Unión Económica Europea, o al menos su principio real, por encima de un simple, que no fácil, proceso de convergencia.

* Se acuerda la creación de un Fondo de Cohesión, que deberá ser creado antes de finalizar 1.993, una vez evaluados en 1.992 el funcionamiento y eficacia de los Fondos Estructurales.

* Por último, hay que destacar la existencia de diversos protocolos adjuntos al Tratado, que recogen distintas excepciones para Dinamarca, en función de la necesidad de realizar un referendun con anterioridad a su participación en la tercera fase, el Reino Unido que no está obligado o comprometido a pasar a la tercera fase

de la Unión Económica y Monetaria, por lo que deberá notificar al Consejo, antes de que este proceda a evaluar las condiciones para afrontarla, si tiene intención o no de acceder a ella. O, en el caso de que se inicie la misma en el año 1.999, podrá comunicar cuales su intención antes de 1.998. De no acceder a esta tercera fase, el Reino Unido conservará sus competencias en el ámbito de la política monetaria con arreglo a su legislación nacional teniendo la consideración de país acogido a una excepción en los aspectos relativos al Comité Monetario, y suspendiéndose su derecho al voto respecto a los actos del Consejo relativos al Banco Central Europeo y al examen de terceros países con vistas a su incorporación a la tercera fase del proceso. Por su parte Francia se reserva el privilegio de emitir moneda en sus territorios de ultramar, y el derecho a determinar la paridad de dicho franco.

Sin embargo, estos protocolos demostraron prontamente su insuficiencia, al tenerse que enfrentar el desarrollo de los Acuerdos de Maastricht a múltiples problemas para su ratificación en los diferentes países, pese a que contó con la aprobación del Parlamento Europeo. De todas estas dificultades nacionales destacó en primer lugar la necesidad que Francia introdujo de la celebración de un referendum para poder aprobar el Tratado, pero tuvo su principal manifestación en el rechazo al mismo que se produjo en el referendum celebrado en Dinamarca.

Las dificultades jurídicas del Espacio Económico Europeo

Una vez firmado el Tratado para la Unión Económica y Monetaria el énfasis de la Comisión Europea se centraba en lograr subsanar los defectos jurídicos del convenio suscrito en el mes de octubre entre la Comunidad Europea y la Asociación Europea de Libre Comercio para la creación de un Espacio Económico Europeo. Ante estos defectos el acuerdo debió someterse al Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea, como garante del respeto del Derecho en la interpretación y aplicación del Tratado de Roma, y al que corresponde controlar la legalidad de los actos del Consejo y de la Comisión, que no sean recomendaciones o dictámenes, y dicho Tribunal decidió rechazar el texto del Tratado al considerar que el sistema de control jurisdiccional que se recogía en el mismo era incompatible con el Tratado de Roma, pues introducía desigualdades entre los países comunitarios (que ven reducida su soberanía y sometidas sus decisiones a la Jurisdicción del Tribunal de Luxemburgo) y los países de la EFTA (que no ven limitada dicha soberanía en ningún aspecto, ni se ven afectados por las decisiones del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea que sean anteriores a la firma del Acuerdo, que además a partir de esta fecha seguirían siendo vinculantes para los países comunitarios y sólo meramente orientativos para los restantes países del Espacio Económico Europeo). Esta dicotomía podría originar, a juicio del Tribunal de Justicia, que el futuro Tribunal del Espacio Económico Europeo interfiriera en el ámbito de competencias de la Comunidad.

Este rechazo obligaría a la Comisión a centrar gran parte de su actividad durante el primer semestre de 1.992 en lograr un nuevo acuerdo que fuese aceptado por el Tribunal de Justicia.

cia. Así, el 3 de febrero de 1.992, los Ministros de Asuntos Exteriores comunitarios, alcanzaron un acuerdo con los representantes de los países de la Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA), consistente en la aceptación por parte de esta Asociación de todas las normas y la jurisprudencia de la Comunidad (y no sólo de aquellas que se aprobasen a partir de la entrada en vigor del acuerdo, como se recogía anteriormente) a cambio de lo cual la Comunidad Europea reconocía a un Tribunal de Justicia, diferente del Tribunal de Justicia de Luxemburgo, para cualquier litigio que no se derive de la aplicación de las normas comunitarias. Como veremos posteriormente, el rechazo en referendum de dicho Tratado, que tuvo lugar en Suiza, haría que todo este esfuerzo resultase, en principio, estéril.

La cumbre de Lisboa

El año 1.992 comenzó bajo el signo de los Acuerdos de Maastricht, ya que ahora que se había adoptado un acuerdo sobre los objetivos resultaba imprescindible que los países miembros empezaran a tomar medidas de política económica que permitiese a sus respectivos países llegar a culminar los mismos. La presidencia portuguesa centró su actuación en la reforma financiera que se derivaba de la creación del Fondo de Cohesión Social por los Acuerdos de Maastricht. Por su parte, la Comisión Europea, destacaba la necesidad del crecimiento del presupuesto comunitario para afrontar las nuevas exigencias, junto a una mayor disciplina de los países miembros, que deberían llevar a cabo de acuerdo a sus planes nacionales de convergencia atendiendo no sólo a los criterios cuantitativos recogidos en el correspondiente protocolo del Acuerdo de Maastricht, si no también a

las reformas estructurales necesarias para lograr que los mismos sean permanentes. Las medidas financieras precisas para lograr todos estos objetivos se recogieron en lo que conoció como el "Paquete Delors II".

España, sin embargo, no comenzaría bien este proceso ya que la primera medida adoptada en este año consistió en retrasar al mes de febrero la entrada en vigor de la libre circulación de capitales. Este hecho, en sí carecía de importancia, tanto por el escaso tiempo en el que se difería la medida, como por el hecho de que la misma suponía de cualquier forma que España se adelantaba en casi un año a la exigencia comunitaria de liberalización, y además dicha medida iba más allá de la obligación comunitaria al extenderse a las operaciones mundiales, y no sólo a aquellas que realice con los países comunitarios. Sin embargo, podría ser considerado como un reflejo de las múltiples dificultades que España (como el resto de los países comunitarios) iba a tener para poder realizar todas las medidas que le permitiesen participar en la segunda fase de la unión monetaria desde un primer momento. Así, el uno de febrero entraba en vigor la nueva normativa sobre liberalización de los movimientos de capitales, y el 25 de ese mismo mes el Banco de España redujo en un cuarto de punto el tipo de interés que rige en el mercado interbancario, en un intento de lograr que la moneda española perdiese fuerza dentro del Sistema Monetario Europeo, y de forma simultánea acercarse más al requisito relativo a los tipos de interés, al mismo tiempo que se buscaba impulsar el crecimiento de la economía, que en 1991 había visto reducido su impulso. Sin embargo, una reducción de la inflación media comunitaria en el mes de enero, y el repunte del proceso inflacio-

nista en España, alejaba la posibilidad de una mayor reducción de los tipos de interés, e incluso de poder mantener la reducción que ya se había llevado a cabo. Además la peseta pronto volvió remontarse su cotización hasta situarse en los límites respecto a la libra esterlina, de manera que se dejaba claro que los tipos de interés existentes, si bien no eran lo suficientemente altos para contener la inflación (al existir otros factores económicos que influían en el proceso inflacionario más que las tasas de interés, ante la ausencia de una política fiscal activa y clara, y la carencia de una política de rentas basada en acuerdos entre los agentes económicos) si eran lo suficientemente atractivos para los inversores extranjeros, de forma que seguían produciéndose entradas de capitales que elevaban la cotización de la divisa española, con un efecto negativo sobre las exportaciones de bienes y sobre la inversión nacional. Pero si, en el campo de la inflación y de los tipos de interés, España tenía dificultades para acercarse a los requisitos del Acuerdo de Maastricht, el análisis del déficit público llevó a tomar consciencia de la falta de control del gasto público y del abandono de los mecanismos que para dicho control existían. El problema ya no era que se estuviese más o menos lejos del requisito exigido en los acuerdos, ni tan siquiera que en el último periodo se hubiese incrementado el porcentaje de dicho déficit respecto al Producto Interior Bruto, si no que a estas importantes deficiencias se unía el desconocimiento real (puesto que no era, ni siquiera ocultamiento) del gasto público de cada ejercicio económico en los últimos años y, en consecuencia, la incapacidad de determinar con seguridad los valores reales de los déficits públicos de estos periodos. La realiza-

ción de gastos por encima de los aprobado en la Ley Presupuestaria anual, que por exigencias legales, y técnicas, no podían ser recogidas en las cuentas públicas en las que se reflejaban los gastos públicos, sumadas a las modificaciones de crédito cada vez más frecuentes, y a su utilización conjunta con incorporaciones de las obligaciones de ejercicios anteriores al presupuesto del ejercicio corriente, sin que existiera para ello un control estricto del poder legislativo y, por tanto, al margen en muchos casos de lo aprobado por el Parlamento, formaban (y aún siguen formando) una tupida red en la que difícilmente se podía averiguar cual cifra era un reflejo fiel, o al menos aproximado, de lo que debía representar. El hecho de que las principales divergencias entre el gasto real y el presupuestado se concentrasen en la sanidad y en los créditos destinados a la cobertura del desempleo servían de justificación para el total incumplimiento de las normas presupuestarias o, al menos, para su aplicación matizada. Ya no era, por tanto, que no se tuviesen en cuenta los principios presupuestarios, sino que su abandono había dado lugar a que el Presupuesto no reflejase el gasto del ejercicio. Y mientras no se pudiese remedio a este problema cualquier intento de determinar si la economía española cumplía el requisito establecido en los Acuerdos de Maastricht sobre el déficit público era estéril, y las medidas dirigidas a controlar el déficit, para poder hacer frente a los problemas de inflación latente en la economía española, algo tan inútil como tratar de beber agua de un colador. Y todo ello tenía un coste inmediato, medido en los tipos de interés a pagar por la deuda pública, junto a un coste diferido en la desincentivación de la inversión, y la pérdida de competitividad.

La firma del Tratado de la Unión Europea

El 7 de febrero de 1.992, en Maastricht, los Ministros de Asuntos Exteriores y de Economía y Finanzas de la Comunidad Europea firmaron el **Tratado de Unión Europea**, que se derivaba del acuerdo alcanzado por los Jefes de Estado y de Gobierno en el Consejo Europeo celebrado en diciembre del año anterior, y que suponía la modificación de los Tratados vigentes en la Comunidad Europea hasta esa fecha, es decir, se produce una nueva modificación de los Tratados Constitutivos de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA), de la Energía Atómica (CEEa o EUROATOM) y de la Comunidad Económica Europea (CEE), tras la introducida por la aprobación del Acta Unica Europea el 17 de febrero de 1.986 (que entró en vigor el uno de julio de 1.987). Sin embargo, esta nueva alteración, dado el ámbito "universalista" del acuerdo alcanzado, dejaba reducidos a los dos primeros a simples apartados del acuerdo general, al estar referidos los mismos a materias parciales que no podían ser consideradas, en realidad, de forma diferenciada.

El Tratado de Unión Europea, firmado por los doce países de la Comunidad Europea (si bien, no aplicable más que a once de sus miembros, al quedar al margen el Reino Unido de la esfera "social" del mismo, y poder reservarse la decisión de participar en el proceso de unión monetaria) debía ser ratificado por el Parlamento Europeo y los Parlamentos de los países miembros, además de someterse a los requisitos que las legislaciones nacionales exigían para su ratificación, y que habían sido recogidas en los protocolos del mismo. El problema surgiría cuando para tal ratificación surgieron obligaciones nacionales que no

habían sido tenidas en cuenta por los firmantes del acuerdo. El nuevo Tratado tendría que enfrentarse en sus inicios a tres importantes problemas que podían poner en peligro su entrada en vigor al iniciarse el año 1.993:

* La **ratificación** por los **Parlamentos nacionales**, una vez que el Parlamento Europeo procediese igualmente a su ratificación, de cuya conformidad dependía la de alguno de los propios Parlamentos nacionales que habían condicionado su apoyo al tratado al voto favorable de la asamblea europea, así como la necesidad de someterlo a **referendum** en algunos países.

* Los **planes nacionales de convergencia** que debían adoptar los países comunitarios para poder reunir los requisitos necesarios para acceder a la segunda fase de la unión monetaria. La exigencia de reformas estructurales y costes a corto plazo iban a tener como lógica consecuencia su difícil aceptación, y podían condicionar incluso la ratificación del tratado en los respectivos Parlamentos, y que iban a forzar en algunos casos el sometimiento de la aprobación del tratado a su aceptación mediante referendos.

* El **coste económico del proceso**, que se iba a traducir en una modificación del presupuesto comunitario y en una mayor aportación, por tanto, de los países miembros a las arcas comunitarias.

Estos tres aspectos van a estar constantemente presentes en el año que precedió a la entrada en vigor del nuevo Tratado.

Así, el 12 de febrero, la Comisión presentó ante el Parlamento Europeo la propuesta de financiación del proceso de integración durante el quinquenio 1993-1997, incluyendo en la misma el nuevo Fondo de Cohesión Social recogido en los Acuerdos de Maastricht. Esta propuesta, a la que se dió por llamar "Paquete Delors II" proponía que se llevase a cabo un aumento del límite establecido para los gastos desde el 1,2 % del Producto Interior Bruto comunitario, existente en ese momento, al 1,37 %, previendo una inversión de unos 11.000 millones de ECU's en ayudas estructurales, de carácter regional, y de cohesión social, de ámbito nacional, dirigidas éstas al cumplimiento de los planes de convergencia de los países miembros, que debían ser presentados ante la Comisión.

Para hacer posible este mayor gasto iba a ser necesario modificar la estructura presupuestaria aprobada en la Cumbre de Bruselas de 1.988, en la que, se mantuvo, aunque con algún cambio, el mecanismo de compensación aprobado en el Consejo Europeo de Dublín celebrado en marzo de 1.975, para "aquellas economías sujetas a una carga financiera inadecuada", consistente en el reembolso parcial de la contribución ingresada en concepto de IVA, y que se había visto incrementado en el Consejo Europeo celebrado en noviembre de 1.979, al decidirse la aplicación de un segundo mecanismo corrector consistente en la asignación de gastos a favor del Reino Unido (que es lo que se conoce con el sobrenombre del "cheque inglés", permitiendo apreciar que, pese a su aparente carácter general, sólo el Reino Unido se beneficia de la compensación). En el Consejo Europeo de Bruselas la República Federal Alemana hizo valer su condi-

ción de máximo contribuyente neto al presupuesto comunitario para demandar la reducción de su participación en la financiación de la compensación al Reino Unido, logrando que la misma se viese reducida en un tercio, al mismo tiempo que se adoptó la decisión de disminuir la aportación de los nuevos países comunitarios (España y Portugal) al "cheque inglés", estableciendo un reparto de la menor compensación que realizaba Alemania entre los once miembros restantes se realiza en función de su respectivo producto nacional bruto con un reembolso decreciente en los casos de España y Portugal.

El Reino Unido, que según el nuevo presupuesto vería incrementada en casi un tercio la aportación neta británica, y reducida la compensación recibida mediante el "cheque inglés" amenazó de forma inmediata con su veto a la propuesta de la Comisión.

Por su parte, la oposición política alemana planteó la posibilidad de que se volviese a renegociar la postura germana en el tratado, al considerar que gran parte del coste de su realización recaería en su economía. Sin embargo, la defensa de Helmut Kohl del acuerdo logrado y el pragmatismo que encerraba el argumento de que una petición por parte de Alemania de renegociar el mismo iría acompañada de la misma petición por parte de todos los demás países, lo que supondría de hecho la pérdida de lo conseguido, permitió al canciller alemán el apoyo del partido socialista germano al Tratado de Unión Europea. La opinión del Bundesbank sobre la inexistencia de las condiciones necesarias para llevar a cabo el proceso de unificación económica y monetaria (que había manifestado tanto en diciembre, durante el desarrollo del Consejo Europeo de Maastricht, como en febrero,

antes de la firma del nuevo Tratado), no fueron escuchadas por los líderes políticos, dejando con ello claro el carácter político de la decisión adoptada, por encima de las consideraciones técnicas, que atendían únicamente a criterios nacionales.

El Plan de Convergencia Español fue presentado ante el Congreso de los Diputados por el Presidente del Gobierno, Felipe Gonzalez, en el discurso de apertura del Debate sobre el Estado de la Nación, que se desarrolló el 24 marzo de 1.992. Los objetivos de dicho plan eran los siguientes:

- * Reducción de la tasa de inflación en medio punto por año hasta 1.996.

- * Reducir el déficit público de forma progresiva, hasta alcanzar el 1 % del Producto Interior Bruto en 1.996.

- * Reducir los tipos de interés en la medida que se alcancen los éxitos previstos en la contención de la inflación.

Para el logro del primer objetivo, además de los efectos de la reducción del déficit público, se planteaban cambios estructurales dirigidos a flexibilizar el mercado de trabajo, eliminar los obstáculos administrativos que entorpecen la actividad económica, suprimiendo las conductas colusivas que afectan negativamente a la determinación de los precios. Fomentar el ahorro privado mediante una legislación estimuladora del mismo, de forma que se desvíe una mayor proporción de la renta disponible a dicho ahorro, en detrimento del gasto corriente.

La reducción del déficit público se sustentaba en un mante-

nimiento de la presión fiscal individual y en una limitación en el gasto público (teniendo en cuenta las consideraciones que en puntos anteriores de este trabajo doctoral se han destacado), basada en la reforma de las dos entidades gestoras de las prestaciones sanitarias y de desempleo, es decir, del Instituto Nacional de la Salud (INSALUD) y del Instituto Nacional de Empleo (INEM), limitando sus prestaciones y cambiando su estructura de gestión (el Real Decreto-Ley que reformó los plazos y condiciones para la concesión de las prestaciones de desempleo, fue la primera medida de este Plan de Convergencia, contando de forma inmediata con el rechazo tanto de sindicatos como de la oposición). Asimismo, se planteó la necesidad de afrontar una reestructuración de la Administración Pública, atendiendo a criterios de eficiencia y eficacia, que se concretaría en la limitación de la Oferta de Empleo Público a las plazas vacantes a lo largo del periodo anterior, descontándose de las mismas las que sean objeto de amortización por carecer de funciones reales, de forma que se proceda a una mejor asignación de funciones dentro de la Administración Pública. Asimismo, se congelarían las subvenciones públicas, determinándose como objetivo la privatización de las empresas públicas deficitarias.

Este plan de convergencia, así como los de otros países, quedaron obsoletos tras la crisis de 1.992, y el periodo de recesión que se manifestó de forma clara en 1.993, lo que llevaría rápidamente a dos posiciones respecto a los mismos: La petición de su modificación, atendiendo a una "necesaria suavización" de los criterios de convergencia recogidos en el Tratado, que fue defendida por los países que veían como sus economías, ante la recesión que se preveía, se alejarían aún más de aque-

illos; y, la su simple incumplimiento, por parte de los países que, bien ya cumplían los requisitos en su totalidad, o bien se encontraban muy cerca de los mismos, y veían como la citada recesión no podía ser combatida si las políticas económicas que se adoptasen debían atender a la consecución de esos objetivos de convergencia.

La incorporación del escudo al Sistema Monetario Europeo

Portugal, por su parte, comenzó su acercamiento al resto de los países comunitarios el 4 de abril, al solicitar la incorporación de su moneda, el escudo, al mecanismo cambiario del Sistema Monetario Europeo, adoptando la "banda ancha" de fluctuación del $\pm 6\%$, y con una cotización central respecto al ECU de 180 escudos.

El 5 de abril, el Comité Monetario aprobó la incorporación de la divisa portuguesa al mecanismo de cambio del Sistema Monetario Europeo. Sin embargo, se necesitó una reunión de ocho horas para lograr el acuerdo ante la oposición del Reino Unido a aceptar el tipo central respecto al ECU propuesto por Portugal (ya que supondría añadir nuevas tensiones sobre la libra esterlina, lo que podía llevar a intervenciones en favor de la divisa británica por parte de los restantes países, siendo esta una medida impopular, tanto más cuanto el Reino Unido estaba en vísperas de elecciones, y era además difícilmente justificable ya que la divisa británica estaba situada en el límite inferior de la banda respecto a la peseta en los últimos días). Así el escudo se incorporó con una depreciación respecto a la última cotización (176,195 escudos por ECU, fue el cambio del viernes) inferior a la solicitada por las autoridades portuguesas (que

era aproximadamente del 2 %). El tipo central respecto al ECU aceptado fue de 178,735 escudos por ECU (frente a los 180 propuestos), lo que suponía una depreciación de 1,44 %.

Como consecuencia de la incorporación del escudo en el mecanismo de cambios se realizaron los ajustes necesarios en los tipos centrales bilaterales, y el cambio del escudo respecto a las restantes monedas del Sistema Monetario Europeo quedó fijado en los siguientes tipos centrales bilaterales por cada 1.000 escudos:

43,87	Coronas	danesas
12,96	Florines	holandeses
237,24	Francos	belgas
38,57	Francos	franceses
237,24	Francos	luxemburgueses
3,98	Libras	esterlinas
4,29	Libras	irlandesas
3.606,30	Liras	italianas
11,50	Marcos	alemanes
747,65	Pesetas	españolas

Como medida compensadora las autoridades portuguesas redujeron en un punto el tipo de interés interbancario, que se situó así en el 17,9375 %, así como el de la deuda pública, que quedó fijado en el 15,375 %. Pese a ello, en la primera jornada del escudo como moneda participante del Sistema Monetario Europeo, el Banco Central Portugués se vió forzado a intervenir en los mercados para frenar la apreciación de su moneda, y aún así la misma se vió apreciada en un 1 %, respecto al marco, y frente a la libra se situó en el 5,5 % de su banda de fluctuación.

Con la incorporación del escudo a la disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo, tan sólo el dracma griego (hasta la crisis de finales de este año 1.992) quedaba al margen del mismo, si bien en su interior permanecían tres monedas (la peseta, la libra esterlina y, ahora, el escudo) con unos límites de fluctuación muy por encima respecto a lo que resultaba necesario para poder acceder a la segunda fase del proceso de unión monetaria.

Tras este nuevo avance en el camino de la integración económica, el 7 de abril se produjo otro más importante, al aprobar el Parlamento Europeo una resolución por la que, tras el estudio del denominado **Informe Martín**, elaborado por un comité presidido por el laborista británico de igual apellido, daba su voto favorable a los acuerdos suscritos en la Cumbre Europea de Maastricht, si bien criticando alguno de sus aspectos y destacando sus deficiencias.

En Francia, por el contrario, el proceso de unificación experimentó un tropiezo importante al considerar el Consejo Constitucional que los tres capítulos más importantes del Tratado de Unión Europea, los relativos a la implantación de una moneda única, el voto de extranjeros en las elecciones locales y la política exterior común, en particular en el aspecto de la concesión común de visados a terceros países, eran contrarios a la Constitución de la V República. Por lo tanto, previamente a su ratificación debería elaborarse otro texto constitucional, que modificase al existente en los aspectos concretos que impiden la ratificación del nuevo tratado, y someterlo a la aprobación de la Asamblea Nacional y el Senado para, posteriormente, si el Presidente de la República lo considera necesario, convocar un

referendum. De esta forma, todo el proceso quedaba supeditado a la decisión tomada en uno de los países. Como veremos en apartados posteriores, los efectos de estas "dificultades" fueron más importantes de lo que hubiese sido deseable, ya que la decisión francesa se manifestó en un ambiente enrarecido por los adversos resultados en Dinamarca.

El Acuerdo sobre la creación del Espacio Económico Europeo

Sin embargo, el proceso de expansión de la unidad europea se iba desarrollando en otros campos. La idea de acceder en un breve plazo a las solicitudes de adhesión de los países con lo que se denominaba "economías convergentes", es decir, Austria, Suiza, Finlandia, Noruega y Suecia (y que el presidente de gobierno español condicionó a la ratificación de los Acuerdos de Maastricht) obligaban a avanzar en el campo de la unificación, ya que una Comunidad Europea con un número de países tan elevado resultaría inviable de no disponer de mecanismos comunes de actuación a todos los niveles. Dentro de este proceso paralelo, el 11 de abril el Tribunal de Justicia de Luxemburgo emitió su dictamen favorable al Acuerdo Constitutivo del Espacio Económico Europeo, con la condición respecto a las modificaciones introducidas en el mismo como consecuencia del dictamen desfavorable emitido por el propio Tribunal en octubre de 1.991, que el Tribunal Arbitral, contemplado en el acuerdo para aquellos conflictos que no se deriven de la aplicación de la normativa comunitaria, no pudiese sentar Jurisprudencia que obligase a su cumplimiento por los países comunitarios. El 14 de abril fue rubicado el acuerdo en Bruselas, y el 2 de mayo fue firmado en Oporto por los respectivos ministros de asuntos exteriores. Sin

embargo, también en este campo habrían de surgir problemas ante los resultados negativos del referendun suizo para la ratificación del acuerdo que habría de poner en marcha el Espacio Unico Europeo el primero de enero de 1.993 (coincidiendo asimismo con la implantación del mercado único europeo), que impidió que se pudiese llevar a efecto.

La crisis del proceso de integración

Como puede observarse, las actuaciones de las autoridades económicas se dirigían, de forma aparentemente firme, a lograr las bases para una integración europea en varios frentes. Sin embargo, ello no significaba que no se fuese consciente de las dificultades a las que habrían de enfrentarse todos los países para alcanzar este objetivo. Así, el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, en su informe anual, planteó la necesidad de que los diferentes países contuviesen sus déficit públicos, al mismo tiempo que destacaban la moderación salarial como requisito para lograr la convergencia deseada, tanto más cuanto con carácter general las economías estaban entrando en un proceso de recesión. Al mismo tiempo se dió relevancia a la estabilidad cambiaria dentro del proceso de convergencia, en el aspecto de la reducción de las tasas de inflación de los diferentes países de la Comunidad, así como la articulación de un sistema de compensación en ECUs, no sólo para el momento en que se llevase a cabo la unión monetaria, si no también en ese mismo momento ya que, desde el propio comienzo de la primera fase del proceso de integración, varios países no pertenecientes al Sistema Monetario Europeo habían vinculado sus respectivas monedas al mismo (Noruega el 22 de octubre de 1.990; Suecia y Finlandia, el 17

de mayo y el 7 de junio de 1.992, respectivamente).

No obstante, durante este año 1.992 va a comenzar un periodo de recesión económica que va a condicionar, junto con aspectos propios de la dinámica integradora, el desarrollo de todo el proceso de unión económica y monetaria. Dentro de Europa, el papel que se esperaba desempeñase Alemania, el de motor de la economía, no se tradujo en una realidad debido a la política de austeridad que las autoridades alemanas se vieron obligadas a llevar a cabo para financiar un proceso de unión alemana precipitado (aunque difícilmente pudo ser de otro modo), en el que las decisiones políticas no tuvieron en cuenta uno sólo de los argumentos económicos que recomendaban llevarla a cabo en otras condiciones. El incremento del volumen de deuda pública, cuya emisión había sido necesaria para financiar el proceso de unificación estaba alejando a Alemania de los requisitos de convergencia precisos para participar en la moneda única europea. Una política fiscal restrictiva fue la respuesta al problema (sumándose con ello a la política monetaria contractiva que venía manteniendo el Bundesbank). La traducción de esta situación fue, junto a un cierto debilitamiento de la moneda alemana, ante los conflictos sociales que podían esperarse (y que se materializaron ya en ese momento en una huelga de empleados públicos cuya magnitud no se conocía en ese país desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial), un notable incremento de las tasas de interés, y en inicio de tensiones dentro del Sistema Monetario Europeo. El Reino Unido, que veía como su moneda se fortalecía respecto a la divisa alemana redujo ligeramente su tipo de interés de intervención (dejándolo en 9,875), sin embargo ningún otro país se atrevió a secundar dicha medida. El

Banco de España se limitó a completar la liberalización de los cambios, permitiendo a realizar operaciones de cambio en moneda extranjera con el único requisito de su registro en la entidad. El Comité Económico y Financiero, reunido en Oporto el 9 de mayo, rechazó llevar a cabo una bajada concertada y conjunta de los tipos de interés, como medida para reactivar la economía, que habían propuesto las autoridades francesas. Resultaba imposible avanzar un sólo paso en esa dirección ante el "terror psicológico alemán" frente a la generación de tensiones inflacionistas, pues no puede ser calificado de otro modo la forma de tratar los problemas relacionados con la inflación que tienen las autoridades germanas (sin que ésto suponga que estas no tengan mayor razón que los que se plantean la adopción de medidas que pueden generar tensiones inflacionistas, sin adoptar de forma simultánea otro tipo de medidas dirigidas a reducir rigideces que puedan aliviar las tensiones en los precios). En esta situación recesiva los fondos de cohesión se hacían aún más necesarios en los países menos desarrollados de la Comunidad para reducir los costes derivados de los programas de ajuste incluidos en los diferentes planes de convergencia. Al mismo tiempo, los países que debían financiar dichos fondos manifestaban crecientes reticencias a su materialización. Se comenzaba así un "largo calvario" que impediría el cumplimiento del calendario inicial del proceso de unión monetaria, y que pudo suponer además el abandono de la idea de Unión Europea.

El referendum danés

El 13 de mayo, el Parlamento Francés aprobó por amplia mayoría, pero en medio de un importante debate, la reforma constitucional necesaria para poder ratificar el Tratado de Maastricht, e igualmente, el 21 de mayo, fue aprobado en la Cámara de los Comunes británica (con la abstención del Partido Laborista y la oposición de una parte importante del Partido Conservador) el proyecto de ley necesario para adecuar las leyes nacionales británicas a los compromisos derivados del tratado, comenzando así el proceso de su ratificación. Sin embargo, estos buenos comienzos pronto se truncaron, y el 2 de junio los daneses rechazaron en referendum el Tratado de Maastricht haciendo imposible que el mismo se desarrollase tal y como estaba previsto, al impedir, entre otros aspectos, su entrada en vigor el primero de enero de 1.993, haciendo además impensable un período transitorio sin tensiones, e incluso hacía dudar si se llevaría a cabo el mismo. El Presidente de la República Francesa convocó inmediatamente un referendum para la ratificación del tratado, y en el Reino Unido se suspendieron los debates de ratificación. Tan sólo la voluntad política tanto de las autoridades alemanas como de la Comisión Europea (y el convencimiento de los restantes países de que las incertidumbres de no llevar a cabo el proceso eran más perjudiciales que avanzar en el mismo) permitieron salvar el proyecto de unión europea. La declaración germano-francesa de que se mantendría el calendario establecido en el tratado, aunque difícil de creer, transmitió seguridad sobre la continuidad del proceso. El anuncio de que se podría llevar a cabo otro referendum en Dinamarca, en un futuro próximo, si bien sobre unas condiciones diferentes, abría

una puerta a la esperanza, aunque generaba otros dos puntos de discusión futura: la posibilidad de modificar los términos del tratado y la exclusión de algún país comunitario del mismo (no ya sólo de la adopción de la moneda única, o los diferentes aspectos de la Carta Social Europea). A partir de este momento, las tensiones cambiarias comenzaron a ser importantes en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. El marco alemán que, como se ha indicado anteriormente presentaba una cierta debilidad, se convirtió en moneda refugio ante la crisis, el peligro de recesión se hacía más patente al mismo tiempo que cualquier recorte en los tipos de interés podrían generar tensiones inflacionistas importantes, tanto más cuanto la incertidumbre era creciente (con fuertes movimientos de capitales en toda Europa, que en España se tradujo en una crisis del mercado de deuda pública), provocando que los planes de convergencia que se presentaban en esas fechas, como el español (aprobado el 9 de Junio), como ya se ha indicado anteriormente, no reflejasen ya las condiciones reales de la economía, lo cual se hizo más patente a medida que la recesión se agudizaba.

El periodo de espera: el referendum irlandés

En esta situación, cobraba especial importancia el referendum que debía desarrollarse en Irlanda el 18 de Junio. La respuesta afirmativa, por casi un 70 %, permitió mirar al futuro con mayor optimismo, pero condicionado en todo caso al proximo referendum francés, si bien se empezaron a plantear nuevamente los problemas derivados del proceso, y en particular los fondos de cohesión, y la posibilidad de ampliación de la Comunidad. La Cumbre de Lisboa, que ponía fin al semestre de presidencia por-

tugués, se convirtió en una reunión de mero trámite. Comenzaba entonces un periodo anual en el que la presidencia iba a ser ocupada por los dos países cuyo apoyo al proceso de integración era más que dudoso, el Reino Unido, durante el segundo semestre de 1.992, y la propia Dinamarca, en la primera mitad de 1.993. En estas condiciones, los avances hacia el objetivo de la unión monetaria (y económica) iban a ser escasos, lo cual quedó claramente reflejado en la declaración del primer ministro británico justo al comenzar el semestre de presidencia de su país, al indicar que no era esencial para los británicos ratificar el tratado a finales de ese año (lo que fue luego una realidad que se unió a otros aspectos para impedir la entrada en vigor del mismo el primero de enero de 1.993).

El Parlamento de Luxemburgo, sin embargo, ratificó el Tratado de la Unión Europea por un amplio margen, sin que la crisis danesa pareciera haber afectado de forma importante a este país, y el primero de agosto, el Parlamento Griego ratificó por una mayoría aplastante el Tratado de Maastricht (295 votos afirmativos, sobre un total del 300), al mismo tiempo que su país permanecía al margen de la realidad del proceso, ya que ni mantenía su moneda en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, ni cumplía uno sólo de los requisitos para poder participar en la moneda única (si bien esto no significa que no se viese afectado negativamente por la evolución de los mercados cambiarios que se estaban produciendo). Asimismo, el Banco de Portugal anunció el 15 de agosto la desaparición de las limitaciones a la libre circulación de capitales una vez finalizado dicho mes, y redujo sus tipos de intervención tan sólo cinco días después. Estos hechos venían a demostrar que, pese a

la crisis en la que se encontraba envuelto el proceso, el mismo no se había detenido, si bien los problemas todavía no habían comenzado.

13 de septiembre de 1.992: decimotercer realineamiento

Italia, por su parte, se encontraba en una difícil situación económica, que iba a dificultar el desarrollo del proceso de ratificación. La lira italiana mostraba una gran debilidad que llevó al Banco de Italia a intervenir para sostener su divisa, e introdujo incertidumbres en el mercado que dieron lugar a rumores sobre la existencia de una posible invitación de la autoridad monetaria a los bancos italianos para que restringiesen sus operaciones en los mercados cambiarios, así como el relativo a un posible cierre del mercado de cambios desde el lunes 6 de Julio. Un rápido desmentido de ambos rumores por parte del Banco de Italia y la subida del tipo de interés oficial en un punto (hasta el 13 %) devolvió, al menos temporalmente, la tranquilidad a los mercados cambiarios (si bien, los sucesos futuros hacen pensar sobre la posible realidad de alguno de los dos rumores, o al menos del segundo).

Por el lado español, el tratado sólo planteaba un problema en su vertiente política, en lo referente a las elecciones municipales, lo que obligaría, no obstante, a modificar la Constitución Española, aunque muy ligeramente (si bien, al ser la primera alteración de su texto original desde 1.978, dicha modificación tenía una importancia mayor que la derivada del propio contenido de la misma). El deseo de evitar un referendum en España tanto del gobierno como de los partidos de la oposición llevaría a lograr un alto grado de consenso sobre los aspectos

de la revisión. La decisión del Tribunal Constitucional sobre la necesidad de revisar la Constitución Española coincidió en el tiempo con otro aspecto, no relacionado con aquél, que marcaba un punto de inflexión en el comportamiento que, desde su incorporación al Sistema Monetario Europeo, el 19 de junio de 1.989, había tenido la peseta. El Banco de España tuvo que actuar en el mercado cambiario, comprando pesetas, para impedir que la divisa española se depreciase respecto al marco alemán más allá de su banda de fluctuación, mientras que hasta esa fecha, el 2 de julio, todas las intervenciones del banco central español se habían dirigido a impedir que la moneda española se apreciase por encima del nivel permitido respecto a alguna moneda. Al mismo tiempo, el dólar se movía en niveles mínimos, por debajo de las 95 pesetas, reflejando que la fortaleza del marco alemán era, nuevamente, consecuencia de la tensión entre las monedas alemana y americana.

En estas circunstancias, el Bundesbank decidió la elevación de su tasa oficial de descuento en un 0,75 % (desde un 8 % inicial), manteniendo el denominado "tipo lombardo" en el 9,75 %. Las autoridades británicas (que habían iniciado un proceso para disminuir sus tipos de interés) reaccionaron declarando su decisión de mantener la paridad de su moneda frente al marco alemán, mientras que Italia, Bélgica y España, para evitar el impacto negativo sobre sus monedas incrementaron sus tipos de interés, si bien las autoridades monetarias italianas se vieron forzadas a intervenir para mantener la cotización de la lira, y en los días posteriores las autoridades españolas debieron hacer lo mismo, además de subir el precio oficial del dinero al 13 %. Posteriormente, a principios de agosto, Italia reduciría

en medio punto sus tipos de interés en un intento de reactivar su economía, con las nefastas consecuencias que después se manifestarían. La primera consecuencia de la política económica adoptada por las autoridades italianas fue la rebaja por parte de la agencia de calificación Moody's del "rating" de las obligaciones en moneda extranjera y de los bonos nominados en liras garantizados por la República Italiana, así como los de varias entidades financieras italianas. Con ello, el "efecto desconfianza" se hacía presente en un país del sistema, y su transmisión al Sistema Monetario Europeo, pasando previamente por algún otro país (como España) no se haría esperar. Así, a finales de agosto, ya se planteó de forma oficiosa por el Bundesbank la necesidad de llevar a cabo un posible realineamiento dentro del Sistema Monetario Europeo. La respuesta negativa de Gran Bretaña y España fueron inmediatas, pero, el 26 de agosto, se produjo unas subidas de tipos de interés en Suecia, hasta el 16 %, y Finlandia, hasta el 17, que demostraban que las tensiones en los mercados, y la cercanía del referendun francés sólo servía para aumentar el "nerviosismo", tanto más cuanto las encuestas anunciaban la posibilidad de que existiese un rechazo al tratado. Las tensiones monetarias empezaban a trascender más allá de los mercados, y las declaraciones entre las autoridades monetarias eran cada vez más frecuentes, e inoportunas. Esta situación de inestabilidad forzó a los ministros de economía comunitarios a realizar una declaración de intenciones sobre la disposición de todos los países de mantener su cooperación en materia de política económica y garantizar la estabilidad cambiaria, sin embargo la misma fue claramente insuficiente, y los mercados no reaccionaron ante las mismas. La incertidumbre y la

desconfianza de los agentes, era tan extrema que el 4 de septiembre, aunque el Banco de Italia incrementó en 1,75 puntos la tasa de descuento italiana, se vió forzado a intervenir posteriormente en los mercados para sostener la divisa dentro de la banda de fluctuación. Esta situación forzó un nuevo encuentro de los ministros de economía, en Bath, el día 5 de septiembre, en la que Alemania se comprometió a no incrementar más sus tipos de interés, pero no a reducirlos (que era lo que deseaban los demás países), al mismo tiempo que por parte de las autoridades monetarias se rechazaba la posibilidad de un realineamiento de las monedas dentro del Sistema Monetario Europeo.

Sin embargo, en Italia las consecuencias del establecimiento de un periodo de adaptación de la economía a las exigencias derivadas del Tratado de Maastricht se dejaban sentir de forma especialmente dura. Ante los importantes desajustes de la economía italiana las autoridades decidieron tomar medidas drásticas para que el proyecto de convergencia económica fuese una realidad, y no una simple relación de buenas intenciones, y el gobierno italiano reclamó poderes especiales, por un periodo de tres años, para adoptar las medidas precisas que permitiesen el logro de los objetivos marcados en su plan de convergencia, lo que se traduciría rápidamente en mayores tensiones, al entenderse que Italia no podría cumplir sus compromisos en condiciones normales.

En España, el deseo de mantener la cotización de la peseta había forzado al Banco de España a realizar continuas intervenciones en los mercados cambiarios, lo que sumado a la "huida" de capitales extranjeros, tanto de los mercados de deuda pública, por la crisis danesa, como de la bolsa, por los elevados

tipos de interés que habían reducido su rentabilidad, dieron lugar a que las reservas de divisas españolas disminuyesen en algo más de mil millones de dólares durante el mes de Julio, modificándose también en este aspecto la tendencia que se había mantenido en los últimos tres años de pertenencia de la peseta al Sistema Monetario Europeo. El deseo de dejar clara la intención de las autoridades españolas de que no eran partidarias de esa devaluación de la peseta, llevaría a nuevas intervenciones, cada vez más frecuentes, para mantener el valor de nuestra moneda respecto al marco alemán en los prolegómenos del referendun francés, y como consecuencia de las mismas, en agosto las reservas cayeron aproximadamente en 79,5 millones de dólares.

En estas condiciones, el 9 de septiembre, se hicieron públicas unas declaraciones de las autoridades monetarias alemanas, luego desmentidas, de que era su intención forzar una devaluación de la peseta, la libra y la lira, tras el referendun francés, con independencia del resultado del mismo. Como consecuencia de las mismas, se produjeron importantes movimientos en contra de las tres monedas, que provocaron una masiva intervención, la mayor hasta esa fecha, para mantener la divisa española, así como intervenciones de las autoridades italianas y británicas para defender sus propias divisas (transmitiéndose al mismo tiempo la inestabilidad cambiaria a los países externos al sistema, procediendo Suecia a elevar su tipo de interés de intervención hasta el impensable, hasta ese momento, nivel del 75 %, desde un 24 % en que estaba situado, en un intento de defender la corona sueca. El nuevo rechazo de las autoridades españolas, británicas e italianas a devaluar sus respectivas monedas no se hizo esperar, al mismo tiempo que el Banco de In-

glaterra exigió del Bundesbank que desmintiese las declaraciones. Aunque la libra esterlina y la peseta lograron recuperarse, no sin muy importantes esfuerzos e intervenciones, la lira italiana tuvo que ser apoyada por la totalidad de los países comunitarios, y entre ellos Alemania, e incluso el Banco de Suecia, ya que la petición de poderes especiales realizada por el gobierno de Giuliano Amato había tenido efectos negativos sobre la confianza, ya escasa, en la economía italiana.

Nuevamente la historia se repetía, y el mercado imponía una corrección en los tipos cambiarios motivada tanto por un dispar comportamiento de las economías como por actuaciones insolidarias entre los países, que una falta de coordinación en las medidas económicas que se adoptaban no hacía más que incentivar. Así, el 13 de septiembre se llevó a cabo el decimotercer reaflinamiento de paridades dentro del Sistema Monetario Europeo, a iniciativa de las autoridades económicas alemanas e italianas. La divisa italiana se devaluó un 3,5 % frente al ECU, mientras que todas las demás monedas del sistema se revaluaban en igual porcentaje respecto al referente del sistema, es decir, que la lira italiana experimentó una variación frente a las restantes monedas de alrededor del 7 %. Los nuevos tipos de paridad frente al ECU quedaron fijados de la siguiente manera:

42,0639	Francos belgas
2,03942	Marcos alemanes
7,77921	Coronas danesas
132,562	Pesetas
6,83992	Francos franceses
0,691328	Libras esterlinas
0,761276	Libras irlandesas
1636,61	Liras italianas
2,29789	Florines holandeses
177,305	Escudos portugueses

Al mismo tiempo, el Bundesbank se comprometió a reducir sus tipos de interés, lo que hizo respecto al tipo "lombardo" en un cuarto de punto (dejándolo en el 9,50 %), y el de descuento en medio punto (fijándolo en el 8,25 %). Esta reducción de tipos de interés en Alemania se tradujo en disminuciones de los tipos de descuento belga y holandés en un cuarto de punto (quedando en el 8,25 %), y el tipo de descubierta holandés (que se fijó en el 9 %), así como en disminuciones en países no pertenecientes al sistema, como Austria (que fijó su tipo de descuento en el 8,25 %, tras reducirlo medio punto, y el tipo "lombardo" en el 9,50 %, disminuyéndolo un cuarto de punto), o Suecia que recondujo su interbancario a valores más razonables, estableciéndolo en el 20 % (frente al 75 % que había adoptado tras las declaraciones del Bundesbank). La subida del dólar americano, y una cierta recuperación en las bolsas nacionales fueron los más inmediatos efectos del realineamiento de las monedas comunitarias.

Sin embargo, nuevas presiones especulativas contra la lira, la peseta y la libra esterlina forzarían tan sólo dos días des-

pués a nuevas intervenciones de los bancos centrales. La peseta, pese a destinar el Banco de España más de 130.000 millones para su sostenimiento, rebasó su nivel de paridad frente al marco alemán, que hasta entonces había logrado mantener.

El abandono del Sistema Monetario Europeo de la lira italiana y la libra esterlina; 17 de septiembre de 1.992: Crisis del sistema y decimocuarto realineamiento

Las tensiones cambiarias tras el decimotercer realineamiento de las paridades del Sistema Monetario Europeo fueron todavía mayores que las experimentadas antes de que se produjese el mismo, ya que los agentes económicos pudieron comprobar como esta medida, que no había sido utilizada en los últimos cinco años (no teniendo en cuenta el "seudo-realineamiento" que se produjo con la adopción de la "banda estrecha" de flotación para la lira italiana), no había sido definitivamente abandonada, como parecía hasta ese momento, por lo que otras monedas cuyo tipo de paridad no era acorde con su situación económica real podrían ver también modificado el mismo. Así, la política monetaria autónoma que habían adoptado las autoridades británicas propiciaba que se produjesen ataques especulativos contra la libra esterlina, y la falta de control del gasto público en España e Italia denotaban unos desajustes que no era posible contrarrestar tan sólo mediante una política de altos tipos de interés, y ello alentaba las tensiones para la devaluación de ambas divisas.

Nuevamente unas declaraciones de las autoridades monetarias alemanas, en este caso del presidente del Bundesbank, Helmut Schlesinger, sobre la insuficiencia del reajuste de paridades

realizado, y la conveniencia de que el mismo hubiese afectado a otras monedas como la libra esterlina y la peseta provocó una situación de tensión dentro del Sistema Monetario Europeo, tanto más cuanto pese a las declaraciones de los gobiernos alemán y francés de que no estaba previsto un nuevo reajuste de paridades, las autoridades del banco central alemán no desmintieron la opinión dada por su presidente.

1) Crisis del Sistema Monetario Europeo

En esta situación, el 16 de diciembre las autoridades británicas se vieron forzadas a incrementar en dos puntos el tipo de descuento (abandonando la política de reducción de tipos que había mantenido hasta ese momento, situandolos en el 10 % desde el 10 de mayo de este mismo año), y los situó en el 12 %. La falta de reacción del mercado obligó a intervenir a todos los bancos centrales del sistema, pese a lo que no se consiguió reducir las tensiones, por lo que tan sólo tres horas de ese primer incremento, el Banco de Inglaterra anunció que incrementaría en tres puntos más (hasta el 15 %) su tipo de interés, con efectos del día siguiente, es decir, el 17 de septiembre. Sin embargo, ni este anuncio, ni la importancia de la subida global de los tipos de interés (un 50 % respecto a la situación de la que se partía) obtuvieron respuesta, y el mercado siguió presionando para forzar una devaluación de la libra esterlina, haciendo inútiles todas las intervenciones de los bancos centrales para mantener dicha divisa dentro de su banda de fluctuación, y eso ante intervenciones que, aún considerando sólo las realizadas por el caso del Banco de Inglaterra, superaron los dos billones de pesetas. La lira italiana, por su parte, se si-

tuó en el margen de su banda de fluctuación respecto al marco, haciendo inútil el reajuste de paridades que se había llevado a cabo tres días antes. La reacción del Banco de Suecia ante esta situación de inestabilidad cambiaria, más exagerada que en la anterior devaluación de la lira, fue inequívoca, ya que fijó su tipo de interés marginal, es decir, el tipo interbancario a corto plazo, en el 500 %, para de esta forma frenar la "huida" de divisas que se podría producir haciendo más oneroso cualquier ataque especulativo contra la corona sueca. Bélgica y Holanda, por su parte, ante la identificación de sus monedas con la divisa alemana, que se venía produciendo en los últimos periodos, se decidieron por reducir los tipos de descuento en un cuarto de punto, para evitar la entrada de divisas que desestabilizase su mercado interior, con lo que dejaron fijado el mismo en el 8 %. La peseta, por su parte, en tan sólo tres días, pasó de ser la moneda "fuerte" del sistema a ser, con excepción de la libra esterlina, la moneda "débil" del mismo, dejando en evidencia la falta de una base real para esa situación, y la imposibilidad de su mantenimiento en el tiempo cuando las condiciones impiden que los tipos de interés nominales ejerzan sus efectos reguladores.

Como consecuencia de esta situación las autoridades italianas y británicas solicitaron una reunión urgente del Comité Monetario de la Comunidad. Ante el mismo, las autoridades británicas solicitaron la suspensión provisional del Sistema Monetario Europeo (lo que, en términos ingleses habría que traducir por suspensión indefinida, como se vió posteriormente en el propio comportamiento de su moneda). El Comité Monetario, que consideró inevitable un nuevo reajuste de paridades dentro del

Sistema Monetario Europeo, rechazó de forma rotunda la pretensión británica. Ante esta decisión, las autoridades económicas británicas decidieron que la libra esterlina, provisionalmente, abandonase el mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo, pasando a una situación de fluctuación como la mantenida antes de su incorporación al mismo, pudiendo así articular una política monetaria más autónoma. Al mismo tiempo, el Banco de Inglaterra decidió dejar sin efecto la segunda elevación de tipos de interés anunciada, por lo que los mismos se fijaron en el 12 %. Por otra parte, ante la dificultad de garantizar la estabilidad de la lira italiana sin llevar a cabo un reajuste sustancial de las paridades, y no disponiendo Italia de reservas suficientes para llevar a cabo la defensa de su moneda ante nuevos ataques especulativos, lo que no permitiría asegurar la efectividad del ajuste, dada la situación de tensión cambiaria, la única situación posible era dejar que fuese el propio mercado el que fijase el valor de paridad de la divisa italiana. Por estas razones, también la lira italiana abandonó el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, al mismo tiempo que mantenía cerrado su mercado cambiario hasta el 22 de ese mismo mes (con lo que la divisa italiana volvería a los mercados cambiarios una vez realizado el referendun francés). De esta forma, en un sólo día, la estabilidad nominal lograda en los cinco últimos años dentro de la Comunidad Económica Europea desaparecía, y dos monedas abandonaban un mecanismo de cambios que hasta ese momento no había experimentado más que nuevas incorporaciones. La peseta, respaldada aún por un volumen de reservas relativamente importante, pese a la merma sufrida durante los tres últimos meses, podía mantenerse en el

sistema de cambios, aún con la seguridad de que a partir de ese momento iba a ser el centro de los ataques especulativos que se generasen. La rotura del Sistema Monetario Europeo, por su parte, parecía una nueva manifestación de una inevitable, y puede ser que hasta deseada, "Europa a dos velocidades" que el período transitorio no hacía más que agudizar, y España no quería situarse dentro del grupo de países que no pudiesen adoptar la moneda única en un primer momento. Pero, además de la anterior consideración, dentro de esta "crisis del Sistema Monetario Europeo" se estaba poniendo en evidencia de que el Bundesbank ejercía de hecho la función de banco central europeo, imponiendo, de forma no consensuada, su propia política monetaria, y forzando bien a seguirle, o bien a abandonar el sistema. El que las autoridades británicas condicionasen posteriormente el regreso de la libra esterlina al Sistema Monetario Europeo a un cambio de política económica en Alemania, así como la acusación a este país de responsable de la crisis son una evidencia de que los británicos consideraban ésto como una realidad. El rechazo de Alemania a variar sus tipos de interés pese a la crisis de los demás países, era el reflejo de esa realidad.

2) Decimocuarto realineamiento

Inicialmente se planteó que la peseta abandonase el Sistema Monetario Europeo, lo que chocó frontalmente con la opinión de las autoridades españolas, que adujeron que la divisa española se había mantenido el día 16 sin tensiones relevantes, si se comparan con las experimentadas por las dos monedas que abandonaban el mismo, y que las intervenciones habían sido mínimas. Sin embargo, no era posible que la peseta permaneciese dentro

del mecanismo de cambios sin experimentar una alteración de su valor de paridad. Por lo tanto, el Comité Monetario de la Comunidad determinó que la divisa española se devaluase en un 5 % respecto a las restantes monedas que aún seguían perteneciendo al sistema, lo que supuso el decimocuarto realineamiento de paridades, y el primero que afectaba de forma negativa a la divisa española desde su incorporación. Así los nuevos tipos de paridad frente al ECU, que sustituían a los fijados tan sólo tres días antes, fueron los siguientes:

41,9547	Francos belgas/luxemburgués
2,03412	Marcos alemanes
7,75901	Coronas danesas
139,176	Pesetas
6,82216	Francos franceses
0,759300	Libras irlandesas
2,29193	Florines holandeses
176,844	Escudos portugueses

Con carácter indicativo, los tipos centrales de las divisas que abandonaban el sistema, y que quedaban en suspenso, se fijaron en los siguientes:

0,689533	Libras esterlinas
1632,36	Liras italianas

Tanto la libra esterlina, ya fuera del sistema, como la peseta española, dentro del mismo, experimentaron relevantes caídas en su cotización el día 17 de septiembre. En los días posteriores, y previos al referéndum francés, la divisa británica perdió más del 10 % respecto a la paridad que venía manteniendo

dentro del Sistema Monetario Europeo, pero las autoridades británicas redujeron sus tipos de interés al 10 %, es decir, igual al valor que tenían antes de la crisis. Sin embargo, fueron la corona danesa, el franco francés y la libra irlandesa las que experimentaron la mayor tensión, forzando a intervenir en los mercados a las autoridades de los respectivos países. La crisis del sistema era evidente, y con independencia de lograrse un resultado positivo en el referendum francés, el Canciller Kohl solicitó la realización de una cumbre extraordinaria de Jefes de Estado y de Gobierno de la Comunidad para hacerla frente y buscar soluciones. Con un "no" en el referendum francés, esta cumbre pasaría a discutir la viabilidad no sólo del Sistema Monetario Europeo, si no de los objetivos implícitos en el deseo de formar un Mercado Unico dentro de la Comunidad.

El referendum francés: "le petit oui"

El 20 de septiembre los franceses votaron en referendum a favor de las reformas constitucionales que permitiesen aplicar en Francia el Tratado de la Unión Europea, por lo que el proceso de ratificación seguía siendo posible. Sin embargo, la victoria alcanzada fue muy escasa, ya que el porcentaje de votos afirmativos fue tan sólo del 50,92 %, por lo que aunque el proceso podía seguir su marcha esta no iba a ser muy segura, puesto que la resistencia era también importante, y esto iba a condicionar su desarrollo inmediato.

Italia y el Reino Unido decidieron dejar sus respectivas monedas fuera del mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo con carácter indefinido, estableciendo las autoridades británicas tres condiciones para que la libra

esterlina retornase a la disciplina cambiaria del sistema: la primera, era que se lograra una estabilidad en los mercados de cambios (a lo que no iba a contribuir su actitud, lógicamente); la segunda, determinaba la necesidad de establecer una sincronización mayor entre las economías británica y alemana (que se podía traducir por el deseo británico de que Alemania abandonase el papel de regulador del comportamiento económico de la Comunidad); y en tercer lugar, que se afrontase una sustancial reforma del Sistema Monetario Europeo, que evitase la política de altos tipos de interés, y la preponderancia del marco alemán dentro del mismo. El desplome de la libra frente al marco, importantes presiones contra la peseta y el franco francés, y la rebaja de los tipos de interés suecos a tan sólo el 50 % (cifra reducida únicamente si se compara con el nivel al que habían sido situados por las autoridades suecas), fueron los efectos más inmediatos del resultado del referendun francés. La pérdida de poder efectivo de la Comisión sería la consecuencia política del mismo. El hecho de que, aunque no se detuviese el proceso de unión económica y monetaria, no se pudiese cumplir el calendario previsto inicialmente, al no existir una voluntad política clara de llevarlo a efecto rápidamente, sería su efecto económico más inmediato.

Una vez que el referendun francés empezó a desvanecerse los problemas volvieron a reproducirse en iguales, o muy parecidos, términos a como se había desarrollado antes del mismo. El 22 de septiembre el Reino Unido redujo sus tipos de interés hasta el 9 % (por debajo de los alemanes, que se encontraban situados en el 9,5 %), continuando así con sus actuaciones totalmente autónomas en el campo monetario. Italia, por su parte, mantenía el

cierre de sus mercados de forma indefinida. En esta misma fecha la peseta experimentaba un desplome de su tipo de cambio frente al marco que forzó al Banco de España a intervenir, por importe superior a los trescientos mil millones de pesetas, para superar la presión sobre la misma, sin lograr su objetivo. Pero, no fue sólo la peseta la que experimentaría presiones devaluatorias, ya que en este mismo día el Banco de Francia debió intervenir para salvaguardar el valor de sus monedas dentro de sus límites de fluctuación respecto al marco alemán, dedicando para ello más de un billón de pesetas. La libra irlandesa, la corona danesa y el escudo portugués (moneda más fuerte del sistema en esos momentos) no escaparon tampoco a estas tensiones. Una subida de tipos de interés en Francia de 2,5 puntos (desde el 10,5 % al 13 %) y el establecimiento de una intervención concertada entre las autoridades monetarias alemanas y francesas, no impidieron que el franco rozase el límite de depreciación de su banda de fluctuación. A tan sólo cien días de la entrada en vigor del mercado único el aspecto cambiario de la Comunidad Europea presentaba una situación de incertidumbre no conocida desde que se abandonó el sistema de la "serpiente monetaria".

España reaccionó ante esta situación de incertidumbre cambiaria a través de la aplicación de controles en los mercados estableciendo tres penalizaciones a las operaciones en divisas, y retrocediendo, por tanto, en el logro de la libertad de movimiento de capitales. El segundo peligro del periodo de transición hacia una moneda única hacía su aparición, ya que junto al abandono de la disciplina cambiaria (que habían llevado a cabo Gran Bretaña e Italia), la limitación a la libre circulación de

capitales (que ahora llevaba a cabo España) era la opción para no variar una política monetaria determinada. Las tres restricciones establecidas mediante la Circular del Banco de España 16/92, de 22 de septiembre (que ante la confusión e incertidumbre que creó, debió ser aclarada mediante una nota del propio Banco de España, tres días después, indicando que sólo afectaba a las entidades financieras, y no a las operaciones de particulares), fueron las siguientes:

- Obligación de realizar un depósito sin interés, por el plazo de un año, del contravalor en pesetas de la totalidad del incremento que se registre en la suma de los pasivos en divisas contra pesetas, respecto al 22 de septiembre.
- Obligación de establecer un depósito sin interés, por el plazo de un año, por la cuantía total de los incrementos de préstamos o depósitos a no residentes que se denominasen en pesetas.
- Aplicación de un coeficiente de caja igual a la totalidad de los aumentos de los saldos pasivos en pesetas a las entidades de crédito con sucursales y filiales en el extranjero, así como a aquellas entidades extranjeras respecto a los aumentos de dichos saldos con sociedades de su grupo, sobre el nivel alcanzado a la fecha del 22 de septiembre. No teniéndose en cuenta los decrementos que pudieran produ-

cirse.

Las autoridades españolas justificaron la imposición de las citadas restricciones a la libre circulación de capitales en la voluntad de mantener a la peseta dentro del mecanismo de cambio e intervención del Sistema Monetario Europeo, pero evitando los ataques especulativos contra la divisa española. El hecho de que todavía se estuviese dentro del periodo transitorio para la aplicación de la directiva comunitaria de liberalización de movimientos de capitales permitió que la Comisión Europea no declarase dicha medida contraria a la normativa comunitaria, si bien dejó de manifiesto su carácter negativo. Pero, como vamos a ver a continuación, fue el propio mercado el que se encargó de hacer ver lo negativo de dicha medida.

Sin embargo, no sería sólo España la que caería en la tentación de utilizar nuevamente controles cambiarios para evitar la especulación contra sus monedas, ya que Irlanda decidió al día siguiente, el 24 de septiembre, imponer un control sobre los intercambios ("swaps") de divisas entre residentes y no residentes, al exigir la previa solicitud para tales operaciones, como medida para proteger a la libra irlandesa de la especulación. Igualmente, Portugal impuso nuevos controles informativos para proteger a su moneda.

No obstante, estas medidas proteccionistas no tuvieron los efectos deseados. Una primera recuperación del valor de la divisa española estuvo acompañada de la "huida masiva" de capitales desde el mercado de deuda pública, en claro reflejo de la "crisis de confianza" que tal medida provocaba. La importante apreciación de la peseta en un 5 %, ya el primer día de la entrada en vigor de las medidas del Banco de España tuvo un doble

coste, el desplome de la bolsa de valores (que se situó a los niveles de 1.986), y el hundimiento del mercado de deuda pública (por el intento de los agentes extranjeros de obtener liquidez, y poder realizar las operaciones especulativas que, si se realizaban mediante préstamos bancarios, estaban ahora penadas). Y el resultado de todo ello fue que, tan sólo dos días después de que la medida proteccionista entrase en vigor, el Banco de España tuvo que volver a intervenir en los mercados para sostener a la peseta dentro de su banda de fluctuación y evitar que alcanzase su margen de depreciación frente al marco alemán.

Irlanda, por su parte, se vió forzada a elevar tres puntos su tipo de interés a corto plazo, situandolo en el 13,75 %, con lo que se demostraba la insuficiencia de la medida restrictiva adoptada, al llevarse a cabo la misma en un marco financiero tan interrelacionado a nivel mundial.

Ante esta situación, las voces que defendían la "Europa a dos velocidades" se hacían más fuertes. La Comisión aceptaba la realidad de esta posibilidad, y la idea de establecer un "núcleo duro" dentro del Sistema Monetario Europeo, propuesto por el ministro de finanzas alemán, Theo Waigel, respaldaba de hecho esta idea. El eufemismo de una "Europa en círculos concéntricos" expuesta por Waigel no aportaba nada nuevo a la idea de la Europa a dos velocidades, salvo por el importante aspecto de que el marco alemán se convertía en la moneda europea, al ser el "centro lógico" de esos círculos. Las declaraciones del gobernador del Banco de Bélgica, Alfons Verplaetse, sobre la imposibilidad de crear una moneda única para los doce países comunitarios, y la conveniencia de establecer una "Europa moneta-

ria a cinco", formada por Alemania, Francia, y los países del Benelux (al ser estos tres últimos, los únicos que habían conseguido mantener sus paridades monetarias y, al mismo tiempo, habían reducido sus respectivos tipos de interés para evitar un efecto apreciador de sus monedas como consecuencia de las tensiones cambiarias), reforzaban esta opinión. La "firme decisión" española de mantenerse en el grupo de cabeza de la unión monetaria hizo claudicar a las autoridades económicas españolas y, ante la no velada amenaza de ser excluida de los países que adoptarían la moneda única en un primer momento, aceptaron la posibilidad de que se llevase a cabo un nuevo reajuste de paridades dentro del Sistema Monetario Europeo, que se tradujese en una devaluación de la peseta, si bien reclamaron un "pacto global comunitario" que permitiese devolver la tranquilidad a los mercados cambiarios, y posibilitase el regreso de la libra esterlina y la lira italiana al mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo. La aprobación de unos Presupuestos Generales del Estado para 1.993 austeros, pero como venía sucediendo en los últimos años, irreal, parecía ser la manifestación de las autoridades españolas de su deseo de llegar a cumplir los requisitos de convergencia exigidos para su participación, desde un primer momento, en la moneda única.

La cumbre de Birmingham

Por lo tanto, tras una semana desde el referendum francés, resultaba indispensable aclarar cual debería ser el desarrollo futuro de la Comunidad, y a ello respondía la reunión de ministros de Economía y Finanzas que se llevó a cabo el lunes, 28 de septiembre, en Bruselas. El rechazo "político" a la "Europa mo-

netaria a dos velocidades", la necesidad de ratificar el Tratado de Maastricht en el plazo más breve posible, así como la conveniencia de llevar a cabo los programas de convergencia que habían sido adoptados por los países comunitarios, fueron las conclusiones adoptadas. La manifestación de que los mercados cambiarios habían retornado a la calma tras las actuaciones concertadas de Alemania y Francia demostró que las autoridades económicas comunitarias no estaban exponiendo planes concertados, si no expresando deseos. La realidad en la que las autoridades económicas comunitarias se deberían haber concentrado (y que sin duda tuvieron en cuenta, pese a que fueron incapaces de adoptar medidas para evitar su repetición), era que la pérdida de reservas de divisas en España, durante el mes de septiembre, fue del 16 %, al dedicar el Banco de España 1,12 billones de pesetas a sostener a la divisa española (pasando a ocupar el quinto puesto mundial en nivel de reservas desde un holgado tercer puesto que ocupaba antes de la crisis), y que esta cifra era "aceptable" si se la comparaba con la pérdida del 58,6 % que había experimentado el Banco de Inglaterra (con una intervención de más de 23.000 millones de dólares), y por el hecho de que Francia e Italia habían dedicado la totalidad de sus reservas, y aún se habían endeudado, para defender a sus respectivas monedas. Y a todo ello había que sumar las intervenciones en dólares realizadas de forma autónoma por el Bundesbank para sostener la divisa francesa. Sin embargo, todos estos hechos no fueron suficiente para lograr un acuerdo real entre los países comunitarios, y con ello que se devolviese a los mercados de cambios lo que habían perdido, el convencimiento de que se iban a realizar actuaciones concertadas para evitar que la especula-

ción tuviese éxito, y que las políticas adoptadas por los países iban a ser coherentes con los objetivos monetarios que se imponían cada uno de los países, todo ello dentro de la coordinación de las políticas monetarias. Al contrario, sólo hubo una declaración de intenciones que ya no tenía credibilidad alguna. El cruce de declaraciones entre las autoridades del Bundesbank y el Ministro del Tesoro británico, Norman Lamont, tan sólo dos días después, demostraban el grado de concertación existente en la Comunidad. La propuesta del Ministro español de Economía, Carlos Solchaga, de crear un fondo común de reservas de divisas para salvar el Sistema Monetario Europeo, en un momento en el que España disponía de las mismas, pero otros países no podían aportar un volumen suficiente a dicho fondo sólo podría interpretarse como el deseo de beneficiarse de esa situación privilegiada (tal vez la única) de la economía española. La presentación del "libro blanco" danés para participar en el Tratado de Maastricht, que recogía desde su adhesión limitada, en el tiempo o en el contenido, hasta la modificación total o parcial del mismo, o la realización de un "acuerdo a la carta" para Dinamarca, era una buena muestra del carácter de cooperación que regía dentro de la Comunidad. El rechazo generalizado de cada una de las propuestas parciales, si bien era lógico, no significaba la existencia de una respuesta común a los problemas. Y ante la falta de acuerdo real tras la reunión de Bruselas, aunque algunos aspectos monetarios volvían hacia posiciones más racionales (como la rectificación por el Banco de España de la Circular por la que se establecieron restricciones a los movimientos de capitales, suavizándola, y dejando las prohibiciones en recomendaciones, salvo en las operaciones de ventas de

divisas con valor a un día y las operaciones financiadas por entidades financieras españolas que se articulasen mediante intercambios ("swaps"), el mercado daba muestras de la confianza que la declaración realizada por los ministros de economía comunitarios merecía, y el 5 de octubre las intervenciones para sostener a la libra esterlina, la lira italiana y el franco francés fueron nuevamente necesarias, al mismo tiempo que las bolsas internacionales conocían otra jornada "negra", con pérdidas generalizadas de sus índices.

En estas condiciones se celebró una reunión extraordinaria de Jefes de Estado y de Gobierno, en Birmingham, el 16 de octubre, y el triste resultado de la misma fue la decisión de mantener el proceso de ratificación del Tratado de Maastricht, lo que era positivo, pero en los mismos plazos previstos, lo que quitaba toda credibilidad a la declaración. El aplazamiento de una decisión sobre el problema danés a la posterior cumbre de Edimburgo, con la que se pondría fin al semestre de presidencia británico, ponía el énfasis sobre la inutilidad de la reunión que habían llevado a cabo. Tan sólo el intento de recortar los poderes de las autoridades comunitarias, dando una relevancia mayor al concepto de "subsidiariedad" incluido en el Tratado de Maastricht tuvo una cierta relevancia, si bien la Comisión Europea consiguió que su utilización no se tradujese en un retroceso en el proceso de institucionalización de la Unión Europea.

La reducción de los tipos de interés británicos en un punto porcentual, fijándolos en el 8 % era la respuesta al nivel de cooperación económica que podría esperarse de los británicos, y la confirmación de que el alejamiento de la libra esterlina del Sistema Monetario Europeo iba a mantenerse de forma indefinida.

Sin embargo, la cumbre de Birmingham sirvió para que quedase clara la voluntad de continuar el proceso, y así los ministros de Economía y Finanzas, en su reunión de Luxemburgo, el 19 de octubre, pudieron alcanzar un acuerdo sobre la armonización del IVA, que resultaba imprescindible para la implantación del mercado único al comienzo de 1.993, y el Comité Monetario, reunido en Berlín, el 23 de octubre, procediese a iniciar el estudio para la reforma del Sistema Monetario Europeo, si bien esta reunión no tuvo ningún resultado preciso.

Mientras tanto, el proceso de integración seguía su marcha, y el 29 de octubre, el Parlamento Europeo ratificó el Tratado sobre el Espacio Económico Europeo, con lo que se podía iniciar el proceso de ratificación en cada uno de los parlamentos nacionales. España ratificó en la misma fecha el Tratado de Maastricht, con tan sólo tres votos negativos y ocho abstenciones. En esta situación de cierta calma, los Banco de Francia e Italia iniciaron una reducción de los tipos de interés de sus títulos a muy corto plazo, situándolos a niveles próximos a los que tenían antes de la crisis de septiembre, si bien manteniendo altos los tipos de intervención. En el Reino Unido, la Cámara de los Comunes dió su voto afirmativo a continuar el proceso de ratificación del Tratado de Maastricht, aunque por tan sólo tres votos de diferencia. Y en esta situación de transición, el dólar americano, que había registrado sus valores más bajos respecto a la peseta, con un cambio de 90,067 al inicio del mes de septiembre, comenzó un repunte que le llevaría a situarse por encima de las 110 pesetas al comenzar noviembre. Con ello, las presiones contra la peseta tenían sus causas en otros aspectos externos al propio Sistema Monetario Europeo, mientras

la pérdida paulatina de reservas continuaba, ya que durante el mes de octubre el Banco de España había tenido que dedicar casi un cuarto de billón para sostener a la peseta dentro de los límites de su banda de fluctuación respecto al marco, y todo ello en un proceso de elevación de tipos de interés que contrastaba con las actuaciones de otros países (naturalmente, no con las alemanas), que reducían los suyos. Las declaraciones del primer ministro británico, John Major, el 5 de noviembre, de que el Reino Unido no ratificaría el Tratado antes de mayo de 1.993, volvieron a introducir factores de incertidumbre, por su condición de Presidente de la Comunidad, y por el hecho de que tras su periodo semestral de presidencia sería sustituido por el representante danés. El 12 de noviembre se produjo una nueva disminución de los tipos de interés en Francia, Italia y el Reino Unido, pese a que el Bundesbank se resistía a abandonar su política monetaria restrictiva, y se defendía de los ataques que tenían su origen en los restantes países indicando que la cooperación entre los países del sistema debía centrarse en lograr un alto grado de estabilidad monetaria, lo que se lograría mediante una coordinación de las políticas monetarias, y no dirigirse a lograr la estabilidad nominal de los tipos de cambio, que se alcanzaría en todo caso si la mencionada coordinación de políticas monetarias se llevase a efecto. Estas declaraciones del Presidente del Bundesbank, Helmut Schlesinger, pronunciadas el 18 de noviembre ante el Parlamento Europeo, dejaban claro que las autoridades monetarias alemanas no iban a realizar actuaciones dirigidas a sostener las paridades cambiarias dentro del Sistema Monetario Europeo (si bien, la existencia de un pacto franco-alemán para el sostenimiento de la divisa france-

sa si evitaría la caída de la misma). En estas condiciones, las autoridades monetarias suecas, tras dejar sin efecto una subida de tipos de interés del 8,5 % al 20 %, que se había acordado el día 19 por la mañana, para intentar defender a la corona sueca de los ataques especulativos que experimentaba y evitar la salida masiva de reservas, decidieron devaluar su moneda en un 10 % y dejarla en flotación, abandonando la conexión que hasta esa fecha había mantenido con el Sistema Monetario Europeo, aún sin pertenecer al mismo. Las autoridades españolas, al intensificarse las tensiones de la peseta frente al marco alemán se vieron forzadas a intervenir nuevamente en los mercados cambiarios, al mismo tiempo que propiciaban una elevación de los tipos de interés interbancarios, en clara disfunción con lo que otras autoridades monetarias venían realizando, ya que a la disminución de tipos en los tres países citados anteriormente, se uniría una nueva, aunque ligera, bajada de los tipos de intervención en Bélgica, de 5 centésimas porcentuales (pasando al 9,20 %, desde el 9,25 % anterior), y la reducción del tipo de las operaciones de recompra de activos ("repos") en Holanda en una centésima porcentual (quedando en el 8,7 %). Por el contrario, las autoridades monetarias noruegas y danesas se vieron obligadas a elevar sus tipos oficiales de interés, así como a intervenir en los mercados, ante las importantes tensiones cambiarias sobre sus respectivas monedas. El incremento de los mencionados tipos de interés hasta el 17 % en Noruega, desde un 10 % previo, y al 15 % en Dinamarca, que partía de un 9.9 %, dejaban patente la nueva crisis cambiaria.

21 de noviembre de 1.992: Decimoquinto realineamiento

Las tensiones en los mercados cambiarios llevaron al Comité Monetario a realizar una nueva reunión en la que se planteó, como en la anterior, el abandono de la peseta del Sistema Monetario Europeo, si bien ahora la medida se propuso además para el escudo portugués y la libra irlandesa, como única solución para evitar las tensiones de los mercados que de forma repetida y constante se venían produciendo, así como en un intento nada velado de delimitar claramente aquellos países que podrían participar desde sus inicios en la implantación de la moneda única europea.

La negativa de las autoridades españolas al abandono de la peseta del mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo fue ahora tan rotunda como lo fuera en septiembre, adoptando la misma actitud las autoridades de los países emisores de las otras dos monedas afectadas. Tras más de diez horas de discusiones dentro del Comité Monetario, el 21 de septiembre se decidió devaluar la peseta y el escudo portugués en un 6 %, respecto a las restantes monedas del sistema, no alterándose la paridad de la divisa irlandesa, no sólo por no ser deseada por Irlanda, si no por que de llevarse a cabo esa devaluación las otras dos monedas hubiesen tenido que experimentar una pérdida aún mayor en su paridad lo que, sobretudo en el caso de la peseta, que ya había experimentado una devaluación tan sólo dos meses antes, no resultaba conveniente. No realizar la devaluación de la libra irlandesa permitía determinar fácilmente la divisa que iba a protagonizar el próximo realineamiento de paridades dentro del sistema.

Las nuevas paridades frente al ECU de las monedas que par-

ticipaban en el mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo pasaron a ser las siguientes:

40,6304	Francos belgas/luxemburgués
1,96992	Marcos alemanes
7,51410	Coronas danesas
143,386	Pesetas
6,60683	Francos franceses
0,735334	Libras irlandesas
2,21958	Florines holandeses
182,194	Escudos portugueses

Las paridades frente al ECU de las divisas que habían abandonado el sistema, y que estaban en suspenso, así como la que correspondía a la única moneda que no había pertenecido al mismo, el dracma griego, quedaron establecidas en:

0,805748	Libras esterlinas
1690,76	Liras italianas
254,254	Dracmas griegos

Las autoridades españolas, por su parte, se comprometieron a levantar de forma inmediata las restricciones a la libertad de movimientos de capitales que habían introducido, anunciando además una elevación de los tipos de interés para evitar que la devaluación se tradujese en una mayor tasa de inflación, lo que se reflejó en incremento del tipo de interés interbancario, que se situó en el 14,62 %, y en la subida de los correspondientes a los certificados de depósitos, que se situaron en el 13,75 %, desde un 13 % de partida. Asimismo, las autoridades económicas españolas, para lograr mantener a la peseta dentro del Sistema

Monetario Europeo, debió aceptar la adopción de medidas dirigidas a mantener un mayor rigor presupuestario, incrementando de esta forma el ajuste contenido en el plan de convergencia, para adaptarlo a la nueva realidad económica, y hacer posible que se alcanzase la deseada convergencia en el tiempo que las propias autoridades españolas consideraban conveniente. La aprobación en el Senado de la ratificación del Tratado de Maastricht por una mayoría casi total (exceptuando tan sólo tres abstenciones y dos votos en contra, frente a los 222 favorables) podría entenderse como un respaldo a la decisión de mantener las expectativas españolas a participar en el proceso de integración de forma plena, ya desde sus momentos iniciales. Un billón de pesetas que había tenido el Banco de España que dedicar durante el mes de noviembre para mantener la cotización de la peseta era el precio pagado por no adoptar antes la decisión de devaluar. El coste de mantener a la peseta dentro del Sistema Monetario Europeo habría aún que ser estimado, pero seguramente sería mayor. No obstante, resulta difícil determinar cual hubiese sido el coste real que hubiese debido pagarse por abandonarlo.

Fuera de la Comunidad Europea, las reacciones al realineamiento de paridades se concretaron en la devaluación de la corona islandesa en igual porcentaje que el experimentado por la peseta y el escudo portugués, un 6 %, y el Banco Central Noruego decidió incrementar su tipo de interés a corto plazo hasta el 25 %, desde un 17 % en que estaba situado (y al que volvería al comenzar diciembre, una vez pasadas las tensiones cambiarias que se habían producido).

Grecia, por su parte, decidió incrementar los controles sobre los movimientos de capitales, al mismo tiempo que aumentaba

sus tipos de interés, alejándose con ello todavía más de cualquier convergencia que pudiese haber podido experimentar anteriormente. En Alemania, el Bundesbank, consideraba cerrado el ajuste monetario, al menos en un corto plazo, y a través de su vicepresidente, Hans Tietmeyer, declaraba innecesario cualquier otro realineamiento dentro del Sistema Monetario Europeo (lo que suponía un claro respaldo del franco francés, que ahora se podía convertir en centro de los movimientos especulativos). Al mismo tiempo, el gobernador del Banco de Francia planteaba la necesidad de implantar la moneda única europea para evitar las tensiones cambiarias que se venían produciendo. Sin embargo, pese a este respaldo formal alemán a la divisa francesa, el 2 de diciembre los bancos centrales alemán y francés se vieron forzados a intervenir en los mercados en defensa del franco (al mismo tiempo que los bancos centrales de Dinamarca, Bélgica y Holanda, intervenían para sostener la cotización de la corona danesa). La peseta, respaldada por unos elevadísimos tipos de interés (que en el interbancario, a un día, se situaban en el 16,5 %), conseguía mantenerse relativamente estable, mientras el Banco de Portugal debió apoyar también a su moneda, aunque mediante intervenciones no importantes.

Sin embargo, a la crisis de la Comunidad Europea se iba a sumar otro problema, ajeno al proceso de integración interna, pero muy relacionado con su proyección futura, que no había sido previsto. El 6 de diciembre, se celebró en Suiza un referéndum para la ratificación del Tratado constitutivo del Espacio Económico Europeo, entre los países de la EFTA y la Comunidad Europea, siendo rechazada su ratificación, lo que impedía su entrada en vigor el primero de enero de 1.993, como estaba pre-

visto, al igual que sucedía con el Tratado de la Unión Europea, por el problema del rechazo danés. En estas condiciones, otro aspecto de discusión, el de la ampliación de la Comunidad Europea, adquiriría mayor relevancia, y a la petición de adhesión de Noruega, que se llevó a cabo el 26 de noviembre de este mismo año 1.992, habría que añadir otras, que como la de Austria, se planteaban como una alternativa para estos países ante la negativa suiza. Este tema de la ampliación de la Comunidad, junto al de la determinación de los fondos de cohesión, y la aprobación de un presupuesto comunitario, además de la concreción de los términos de la "subsidiariedad" en la toma de decisiones, y la solución del "problema danés" serían los ejes de la cumbre de Edimburgo, y al mismo tiempo las armas de los países para obtener alguna concesión respecto a sus propios intereses en cada uno de ellos. Otros problemas como las negociaciones del GATT (y la guerra comercial con Estados Unidos), o la situación en la antigua Yugoslavia dificultaban aún más la adopción de cualquier acuerdo global.

La Cumbre de Edimburgo

En el Consejo Europeo reunido en Edimburgo, pese a la complejidad de la situación creada en los meses anteriores, se lograron alcanzar algunos acuerdos que permitían continuar con el proceso de integración económica dentro de la Comunidad. Si bien en los temas relacionados con la situación en los Balcanes la oposición de Grecia a cualquier avance que supusiese el reconocimiento comunitario de Macedonia, y se analizó el problema de la guerra en la antigua Yugoslavia, así como el proceso de modernización económica en Rusia, en esta ocasión los asuntos

extracomunitarios no tuvieron el excesivo protagonismo que en otras ocasiones habían impedido adoptar decisiones sobre los problemas internos de la Comunidad. Algunos aspectos institucionales como la confirmación de las sedes de las instituciones preexistentes al Tratado de Maastricht (no las que deberían nacer al amparo de lo establecido en el mismo), y la ampliación del número de escaños del Parlamento Europeo fueron resueltos sin importantes problemas. Sin embargo, fueron los aspectos económicos los que concentraron mayor número de medidas. Así se establecieron por fin los fondos de cohesión en un montante de 2,1 billones de pesetas (de los que España se podría beneficiar de algo más de la mitad), cuya distribución se extendería en un período de siete años, entre 1.993 y 1.999. El Presupuesto comunitario debería experimentar un importante crecimiento, de forma que en el año 1.999 se hayan duplicado los fondos estructurales, al alcanzar los 161.248 millones de ECUs. (de los la cuarta parte podrían ir dirigidos a mejoras estructurales en España), y, para ello, el límite del gasto público de la Comunidad para 1.999 se fijó en el 1,27 % del Producto Interior Bruto de cada país. Sin embargo, este logro de los países menos desarrollados tuvo un coste, ya que la Comisión debió aceptar una reducción de sus competencias pues el Consejo Europeo decidió dar un sentido restrictivo al concepto de "subsidiariedad" recogido en el Tratado de Maastricht, de forma que la Comisión Europea se limitase a actuar en un campo sólo cuando los países miembros le autoricen para hacerlo, de forma que la reglamentación comunitaria fuese la excepción y no la regla. Los países menos desarrollados, por su parte, debieron aceptar la iniciación de las negociaciones de adhesión de nuevos países a partir

de primero de enero de 1.993, si bien no se llevaría a efecto ampliación alguna de la Comunidad hasta la ratificación del Tratado de Maastricht por parte de Dinamarca y Gran Bretaña. El problema real, por tanto, era la ratificación de Dinamarca del Tratado de la Unión Europea, tras el referendum negativo, y para ello se llegó a un acuerdo cuya legalidad era bastante dudosa, y su viabilidad discutible. Como consecuencia del acuerdo adoptado por los Jefes de Estado y de Gobierno, reunidos en el Consejo Europeo, y por lo tanto, con carácter jurídico vinculante para los países miembros, se concedían a Dinamarca exenciones para la aplicación de los términos del Tratado de Maastricht en aspectos de política monetaria, defensa, cooperación policial y judicial, y de ciudadanía europea. Desde el punto de vista que estamos analizando, esta decisión dejaba a Dinamarca al margen del proceso de unificación monetaria. Por su parte, las autoridades danesas se comprometían a someter a referendum el Tratado de Unión Europea a mediados de 1.993. No se determinó, por tanto, la fecha límite para la ratificación del Tratado por los daneses (y con ello, quedaba igualmente indeterminada la ratificación británica al mismo, ya que el gobierno inglés había vinculado dicha ratificación al resultado del referendum danés). En todo caso, el que inmediatamente fue denominado como "precedente danés" ya estaba acordado, y las negociaciones para la adhesión de nuevos países, y el desarrollo futuro del proceso de integración económica iba a tener en él una referencia ante cualquier dificultad para conseguir las metas perseguidas.

Tras la cumbre de Edimburgo, los ministros de Economía y Finanzas de la Comunidad llegaron a un acuerdo sobre el régimen de impuestos indirectos, regulando los impuestos especiales y

el impuesto sobre el valor añadido, cuya entrada en vigor debía producirse el primero de enero de 1.993, coincidiendo con el inicio del mercado único europeo (si bien no se alcanzó ningún acuerdo sobre el régimen especial sobre bienes de ocasión, antigüedades y obras de arte, la fiscalidad del transporte por carretera, y el denominado "impuesto ecológico", o "impuesto verde", dirigido a gravar las emisiones de agentes contaminantes).

31 de enero de 1.993: decimosexto realineamiento.

La perpetuación de la inestabilidad cambiaria

Una vez finalizada la cumbre de Edimburgo, los mercados de divisas recuperaron la dinámica que habían seguido desde principios de ese año, y mientras en España el Ministro de Economía y Hacienda, Carlos Solchaga, condicionaba la disminución de los tipos de interés a que esta medida fuese previamente adoptada por el Bundesbank respecto a sus propios tipos, el Banco de España limitaba su aportación de liquidez al mercado interbancario (coincidiendo con reducción de 1,5 puntos porcentuales del coeficiente de caja), lo que provocó tensiones en el mismo que situaron los tipos a un día por encima del 17 %. El Bundesbank, se vió obligado a intervenir, junto al Banco de Francia, para evitar que el franco francés cayese por debajo de su límite de depreciación frente a la divisa germana, y ante la insuficiencia de la intervención, el Banco de Francia se vió obligado a subir sus tipos de interés, rompiendo la dinámica de reducción de tipos que había venido manteniendo. En Holanda, el senado ratificó el Tratado de Maastricht por aclamación (que ya había sido ratificado el 12 de noviembre por la Cámara de Diputados

holandesa, por una mayoría de 137 votos a favor y tan sólo 3 en contra). El Banco de Portugal suprimía todas las restricciones a la libertad de movimientos de capitales, adelantándose dos semanas a la fecha en que debiera haberlo hecho de forma obligatoria, es decir, al primero de enero de 1.993. La aprobación, el 23 de diciembre, del reglamento para la concesión de los fondos de cohesión, que dejaba claro el condicionamiento de la concesión de las ayudas al cumplimiento de los planes nacionales de convergencia, volvía a poner de manifiesto la necesidad de lograr el ajuste de las economías, y las dificultades de lograr acceder a estos fondos. En España, el año culminaba con la aprobación por parte del gobierno del proyecto de ley de autonomía del Banco de España, que consagraba la independencia de la entidad emisora, y la competencia exclusiva de la misma para articular totalmente la política monetaria con el objetivo de la estabilidad de precios, apoyando la política económica del gobierno solamente si resulta compatible con dicho objetivo.

El año 1.993 debería haber supuesto la entrada en vigor del mercado único europeo, así como de la segunda fase del proceso de integración económica, una vez ratificado el Tratado de la Unión Europea, e igualmente debía haberse puesto en marcha el proyecto del Espacio Económico Europeo, con la participación de los países del Tratado Europeo de Libre Mercado (EFTA). Sin embargo, tan sólo el primer objetivo podía llevarse a cabo. Además, durante la primera mitad del año asumía la Presidencia de la Comunidad Europea Dinamarca, cuyo voto negativo a la ratificación del Tratado de Maastricht había sido una de las razones principales para que el mismo no entrase en vigor en la fecha prevista inicialmente, y que podía verse excluido de la propia

Comunidad Europea de no lograr la aprobación del tratado en el referendun que se había comprometido a llevar a cabo. En estas condiciones cualquier situación negativa tenía una importancia mayor que otro contexto más dinámico. Y en este ámbito nada positivo el Sistema Monetario Europeo seguía experimentando tensiones día tras día, obligando a constantes intervenciones en los mercados cambiarios para evitar una excesiva depreciación del franco francés, de lo que se encargaban los Bancos de Francia y Alemania, o de la libra irlandesa y la corona danesa, e incluso la lira italiana (pese a permanecer fuera del mecanismo de cambios e intervención), cuyas actuaciones habían sido asumidas por los Bancos de Bélgica y Holanda. Aunque la peseta y el escudo portugués también experimentaban presiones bastaba la simple intervención de los bancos centrales nacionales para que sus respectivas monedas se sostuviesen dentro de límites aceptables. Una ligera reducción del tipo de las operaciones de recompra de activos ("repos") por parte del Bundesbank permitió, pese a que no varió el tipo "lombardo", que las tensiones contra el franco francés se mitigase. Paralelamente, Holanda redujo todos sus tipos de interés en un cuarto de punto porcentual, situando el interbancario en un 7,5 %, el de pagarés en un 8,5 %, y el de préstamos asegurados en un 8 %, así como fijó su tipo de anticipos especiales en un 8,5 % (reduciéndolo en una décima porcentual); Bélgica, situó su tipo de interés de descuento en el 7,5 %, tras una disminución de un cuarto de punto. Fuera del ámbito comunitario, entre los países del área del marco, Suiza rebajó en medio punto su tipo de descuento, pasando de un 6 % a un 5,5 %; y Austria, realizó un ligero ajuste de 125 milésimas de punto en su tipo de descuento, si-

tuándolo en el 7,875 %, desde un 8 % previo. Sin embargo, estas disminuciones en los tipos de interés no fueron suficientes para detener las operaciones especulativas contra la libra irlandesa y el Banco de Irlanda, el 7 de enero, se vio obligado a anunciar una subida del tipo de intervención a un día al 100 % (desde un 50 % inicial). Pese a esta medida, la libra irlandesa continuó situada en el límite de su banda de fluctuación frente al franco belga y el florín holandés. No obstante, una ligera recuperación posterior permitió, el 12 de enero, que las autoridades irlandesas redujesen el tipo de intervención hasta el 30 %, y hasta el 15 % tan sólo dos días después. Se inició así un muy breve periodo de calma que permitió la reducción de los tipos de interés en España, al pasar el tipo de referencia del 13,75 % al 13,25 %. El Banco de Inglaterra, con su nuevo Gobernador al frente, Edward George, decidió reducir su tipo de interés al 6 % (lo que no sucedía desde la segunda crisis del petróleo, en 1.976). Dinamarca situó su tipo de interés en el 11,5 %, desde un 12 % previo, e Italia redujo su tipo de intervención en el mercado interbancario al 11,82 %, disminuyendolo quince centésimas. Estas reducciones bastaron para alterar los mercados, y las tensiones volvieron al Sistema Monetario Europeo, situándose nuevamente la libra irlandesa en el borde de su banda de fluctuación frente al franco belga, lo que llevó a que el 27 de enero las autoridades irlandesas a situar nuevamente el tipo de interés a un día en el 100 %. Estas tensiones fueron rápidamente transmitidas a otras monedas del sistema, y así la peseta, que había tenido un comportamiento de moneda fuerte a partir de su última devaluación, experimentó una importante caída, volviendo a demostrar que las políticas de tipos de in-

terés elevados sólo son válidas en situaciones de estabilidad, ya que cualquier expectativa de depreciación despoja a los activos del atractivo de su alta rentabilidad actual. Tras las primeras tensiones la peseta logró recuperarse, pero no sucedió así con la libra irlandesa, que seguía experimentando presiones para su devaluación.

Las tensiones en el Sistema Monetario Europeo forzaron la reunión urgente el 31 de enero del Comité Monetario de la Comunidad, el cual decidió devaluar en un 10 % la libra irlandesa respecto a las restantes monedas del sistema. Con ello las paridades centrales respecto al ECU quedaban de la siguiente forma:

40,2802	Francos belgas/luxemburgués
1,95294	Marcos alemanes
7,44934	Coronas danesas
142,150	Pesetas
6,54988	Francos franceses
0,809996	Libras irlandesas
2,20045	Florines holandeses
180,624	Escudos portugueses

Las paridades frente al ECU de las divisas que habían abandonado el sistema y el dracma griego, determinados por los tipos de cambio de mercado al 29 de enero, quedaron establecidas en:

0,808431	Libras esterlinas
1796,22	Liras italianas
259,306	Dracmas griegos

Irlanda culpó a sus socios comunitarios de no haber colaborado en la defensa de su moneda, dejando patente la pérdida que había experimentado la coordinación monetaria lograda con anterioridad de la crisis danesa, y solicitó una nueva reunión del Comité Monetario para estudiar la futura reforma del mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo. Sin embargo, las tensiones en el ámbito del mismo, con fuertes ataques contra el franco francés y la corona danesa, provocaron la suspensión de la reunión anunciada para el primero de enero, y evitar así la expectativa de un nuevo realineamiento. El apoyo de la corona danesa por parte de los bancos centrales de Dinamarca y la propia Irlanda (que no quería que se repitiese con su moneda la doble devaluación que había sucedido con la española, y mucho menos la situación creada con la lira italiana), y la intervención del Bundesbank en defensa del franco francés, como ya resultaba habitual, hicieron disminuir inicialmente las tensiones, pero no impidieron que las mismas se reprodujesen al día siguiente, pese a la elevación en un punto y medio del tipo de interés de intervención por parte del Banco Central Danés, y el apoyo coordinado de los bancos centrales de Bélgica y Holanda, junto al irlandés, para sostener el valor de la corona. En medio de este caos monetario, la libra esterlina experimentó su "record" de depreciación frente al marco al llegar a estar situada a un cambio de 2,3465 marcos por libra, que pronto sería nuevamente batido.

Una nueva muestra de la pérdida de la coordinación existente con anterioridad, y de las tensiones institucionales que se estaban generando, reflejo todo ello de la relevancia de las decisiones que habrían de tomarse en el futuro, fue la declara-

ción del Presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, el 4 de febrero, ante el grupo socialista del Parlamento Europeo, al considerar que las economías de España y Portugal habían sufrido un excesivo recalentamiento que les impediría incorporarse al grupo de cabeza de la unión monetaria europea, ya que no se les podía exigir que saneasen sus economías en un corto plazo de tiempo, ni podía esperarse que lo consiguiesen. Esta opinión fue muy acogida por las autoridades económicas españolas, que forzaron a Delors a "suavizarlas" mediante la alabanza al plan de convergencia español, contrastaban con la idea mantenida por el Gobernador del Banco de España, Luis Angel Rojo, que defendía la necesidad de acelerar el proceso de unión monetaria si persistía la inestabilidad dentro del Sistema Monetario Europeo, para evitar una situación de flotación real de las monedas, aunque para ello fuese necesaria una "interpretación flexible" de las condiciones para la convergencia.

En esta situación de controversia, el Bundesbank procedió a relajar el ambiente al decidir el recorte de medio punto en su tipo "lombardo", que pasaba del 9,5 % al 9 %, y de un cuarto de punto en su tasa de descuento, dejándola en el 8 %, que se tradujo en un descenso generalizado de tipos de interés en el ámbito comunitario, del cual participó inicialmente España. Sin embargo, en esta medida, como en las declaraciones de Jacques Delors y del Gobernador del Banco de España, podían encontrarse ya las dos posiciones sobre la unión monetaria europea. Su implantación a dos velocidades, forzada por la actitud de las autoridades monetarias alemanas obligando a devaluaciones de las monedas débiles dentro del Sistema Monetario Europeo, y defendiendo a las monedas que podrían participar inicialmente en el

proceso, y la implantación por parte de todos los países que lo desearan, con independencia de que lograsen la convergencia que exigía el Tratado de Maastricht, es decir, mediante una decisión "política", que era la que defendía España. En todo caso, ante los desequilibrios dentro del Sistema Monetario Europeo, acelerar el proceso parecía lo más aconsejable.

Las reuniones del Comité Monetario y del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, que tuvieron lugar en estos primeros días de febrero, sólo sirvieron para poner en evidencia que no se encontraba ninguna fórmula alternativa al funcionamiento del Sistema Monetario Europeo, y que sólo la utilización de los mecanismos ya existentes, y lograr nuevamente una coordinación de las políticas monetarias, mientras se establecen las medidas de convergencia necesarias que sean coherentes con ese rigor monetario, eran las únicas vías para devolver al sistema la necesaria confianza para su correcto funcionamiento. Sin embargo, las declaraciones del Jacques Delors de que si llegada la fecha del primero de enero de 1.997, tan sólo siete países llevan a cabo la Unión Económica y Monetaria, ésto no sería un drama para la Comunidad Europea, no sirvieron para facilitar la recuperación de esa confianza. Su referencia a las dificultades que los países con un alto nivel de desempleo tendrían para poder llevar a cabo el proceso de convergencia recibió de forma inmediata la crítica del ministro de Economía Español.

A todas estas declaraciones, reflejo de la importante crisis económica, se sumó pronto otro hecho más importante, la negativa de Francia, Dinamarca y Luxemburgo a presentar sus planes de convergencia, aduciendo que debían ser los otros países los que debían converger hacia ellos (el Reino Unido, que tam-

bién planteó objeciones a presentar su plan de convergencia, lo planteó como una negativa a someter a su economía al control de la Comunidad Europea). Aparte de estos cuatro países, sólo Grecia no había presentado su programa de convergencia, si bien lo que se recogía en los ya presentados difícilmente iba a poder llevarse a efecto en una situación de crisis, no prevista en el momento de su elaboración, lo que llevaría a Bélgica a plantear su revisión de prolongarse la recesión, y que en momentos posteriores fue planteada por España y Francia (tras las elecciones de marzo).

Tras la reunión sin resultados del Comité Económico y Financiero de la Comunidad, la peseta empezó a sufrir de nuevo importantes ataques especulativos, obligando al Banco de España a intervenir en los mercados para sostener su cotización, pero tan sólo la subida del tipo de interés interbancario a un día hasta niveles del 17 % permitieron frenar, de momento, tales operaciones. La precampaña electoral que se venía desarrollando en España, y las dudas planteadas por el líder del partido conservador, en la oposición, sobre la conveniencia de mantener a la peseta dentro del mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo, tan sólo contribuía a aumentar las incertidumbres, en particular por la posibilidad de que pudiese ser el partido vencedor en las futuras elecciones. El reflejo negativo en la moneda era evidente. Un fuerte desplome del mercado de la deuda, por la venta de no residentes en el mercado de bonos ante la perspectiva de una nueva devaluación, obligó a las autoridades del Banco de España a decidir una nueva intervención para sostener a la peseta, pero no sin destacar que la política económica debería adaptarse a la situación actual, y

que el mercado de trabajo debería flexibilizarse, ya que la subida de los salarios era una de las causas principales de la crisis, y sus efectos. El plan de reactivación presentado por el gobierno no recogía debidamente estas observaciones.

La reunión del Grupo de los Siete, celebrada en Londres, el 27 de febrero, sólo sirvió para constatar la existencia de problemas derivados de la recesión económica mundial, y de la conveniencia de coordinar las políticas económicas, y en particular monetarias, para evitar tensiones adicionales. Sería la rebaja de los tipos de interés de los "repos", tras mantener el nivel de los tipos oficiales, la que permitió introducir una cierta calma en los mercados monetarios, y que los países cuya moneda no estaba sometida a presiones, como Holanda, Bélgica y Dinamarca, pudiesen continuar su política de reducción de tipos, tanto más cuanto posteriormente procedió a una rebaja del tipo de descuento, aunque manteniendo invariable el tipo "lombardo". La depresión de la economía española, claramente comprobable ya en los primeros días de marzo, chocaba con los problemas derivados de la cotización de la peseta, y del alto nivel de inflación, pese a la negativa evolución de la economía, lo que mostraba las importantes rigideces existentes dentro de la misma, e impedía la necesaria reducción de los tipos de interés para relanzarla, que ante la disminución de los alemanes se hubiese podido llevar a efecto. Un supuesto acuerdo global para apoyar a la peseta ante los ataques especulativos que pudiesen presentarse sirvió para reducir, de nuevo temporalmente, las tensiones sobre la divisa española.

En los prolegómenos de las elecciones francesas era la moneda gala la que experimentaba más presiones devaluatorias, si-

tuándose como divisa más "débil" del sistema, si bien el acuerdo franco-alemán para su sostenimiento funcionó en todo momento e impidió su devaluación. La clara victoria del centro-derecha francés ya en la primera vuelta, celebrada el 21 de marzo, y la formación de un gobierno fuerte, partidario del proceso de unificación económica y monetaria, y dispuesto a tomar medidas para combatir la crisis económica, afrontando la propia reforma del Banco de Francia, y un proceso de privatizaciones de empresas públicas (ya intentado durante el anterior periodo de gobierno de Eduard Balladur, pero que no pudo ser llevado a cabo asser vetado por el presidente Mitterrand) permitió que las tensiones del franco francés diesen paso, nuevamente, a dificultades de otras monedas, en espera ahora del resultado del segundo referendum danés, que habría de celebrarse el 18 de mayo. Sin embargo, el anuncio de la convocatoria de elecciones generales en España, para el 6 de Junio, introdujo otra causa de incertidumbre, tanto más cuanto las predicciones realizadas no permitían determinar un claro ganador de las mismas. Las declaraciones de José María Aznar asegurando que, si su partido ganaba las elecciones, no sacaría a la peseta del Sistema Monetario Europeo, contradiciendo otras anteriores manifestaciones suyas sobre la conveniencia de mantener a ultranza la paridad de la moneda, permitieron reducir el impacto inicial derivado del anuncio de los comicios.

En estas mismas fechas, el Comité Monetario finalizó el informe que, sobre la reforma del Sistema Monetario Europeo le había sido encargado por el Consejo Europeo en su reunión de Birmingham, sin que en el mismo se planteasen nuevas fórmulas que pudiesen reducir las tensiones, fuera de las ya conocidas

de flexibilización del sistema, utilizando de forma más coherente los mecanismos ya existentes dentro del sistema, incluidos los realineamientos, y la necesidad de la coordinación monetaria.

La crisis político-económica-moral que experimentaba Italia desde inicios de año, vino a agudizarse en estas fechas, sumándose a todos los anteriores problemas planteados.

14 de mayo de 1.993: Decimoséptimo realineamiento

La situación existente resultaba muy incierta, y la peseta se encontraba en el centro de toda la turbulencia sin que se tomaran ninguna medida concreta que permitiese pensar en un cambio de tendencia.

Un nuevo descenso de tipos de interés en Alemania, que no fue seguido por España en un intento de reforzar nuestra divisa, tuvo precisamente el efecto contrario al deseado, e introdujo mayores incertidumbres sobre la situación de la economía española que tuvieron un rápido reflejo en nuevas tensiones en contra de la peseta, de forma que el 22 de abril el Banco de España (que ya había destinado cerca de 3.000 millones de dólares para sostener a la divisa española durante marzo), se vio nuevamente forzado a intervenir en los mercados, y nuevamente tuvo que sumar a esta intervención una subida del tipo de interés interbancario a un día, al resultar insuficiente la intervención. Por el contrario, Bélgica, Holanda, Dinamarca, Irlanda e Italia podían reducir sus tipos, sumándose a la reducción que había llevado a cabo Francia anteriormente. Pese a todo ello, fue necesaria una actuación combinada de seis bancos centrales comunitarios (los de los países citados, más Alemania) para po-

der "salvar" a la moneda española de una nueva devaluación, y al Sistema Monetario Europeo de una nueva crisis, que no era aconsejable ante la cercanía del referendum danés. Esta intervención concertada del 23 de abril y las declaraciones de Horst Schulmann, consejero del Bundesbank, sobre que no había nada a favor de una nueva devaluación de la peseta, permitieron reducir la presión sobre la misma. El acuerdo del Grupo de los Siete de intervenir en los mercados de cambio para estabilizarlos permitía pensar que, tal vez, las tensiones monetarias se redujesen en lo sucesivo. No obstante, la pérdida de divisas en el mes de abril se había elevado a más de 3.500 millones de dólares. Y ya en el mes de mayo, tan sólo a una semana del referendum danés, la peseta experimentó nuevas presiones, coincidiendo con la liberalización de los movimientos de capitales en Portugal.

Esta situación, en contra de cualquier experiencia pasada, llevó al gobierno español a devaluar la peseta en plena campaña electoral, y apartándose igualmente de la "ortodoxia", lo hizo en día laborable. Así el Comité Monetario acordó la devaluación de la peseta en un 8 %, situándose en un tipo de paridad respecto al marco alemán del 79,11 pesetas. El escudo portugués, por su parte, y dada la fuerte relación de la economía lusa con la española, se devaluó en un 6,5 %.

Al mismo tiempo el Banco de España reducía los tipos de interés en un 1,5 %, de forma que quedaban situados en el 11,5 %, y el Comité Monetario solicitó a las autoridades españolas el cumplimiento del plan de convergencia, para cuyo desarrollo se consideró necesario este realineamiento.

Tras este decimoséptimo realineamiento, las paridades de las monedas respecto al ECU quedaron fijadas en las siguientes:

40,2123	Francos belgas/luxemburgués
1,94964	Marcos alemanes
7,43679	Coronas danesas
154,25	Pesetas
6,53883	Francos franceses
0,808628	Libras irlandesas
2,19672	Florines holandeses
192,854	Escudos portugueses

Las paridades frente al ECU de las divisas que habían abandonado el sistema y el dracma griego, determinados por los tipos de cambio de mercado al 12 de mayo, quedaron establecidas en:

0,786749	Libras esterlinas
1793,19	Liras italianas
264,513	Dracmas griegos

Con esta tercera devaluación (tras el 5 % y el 6 % previos) la peseta había perdido en tan sólo ocho meses algo más de un 17 % de su valor real, atendiendo a sus tipos de cambio de paridad, respecto a la cotización con la que había entrado a participar en el Sistema Monetario Europeo, tras haber permanecido los primeros años, no sólo sin variación si no con un comportamiento de moneda fuerte.

El segundo referendum danés

El 18 de mayo, según estaba previsto, se realizó el segundo referendum de ratificación del Tratado Europeo por parte de los daneses, tras las concesiones que había sido concedidas a ese país como consecuencia de la respuesta negativa que tuvo en la primera consulta popular a la que fue sometido en este país. El resultado esta vez fue favorable a la ratificación del tratado, por un 56,8 %, con lo que el proceso de unión económica y monetaria podía continuar su andadura, pendiente tan sólo de la ratificación del mismo por el Reino Unido, pero con la disposición de llevarla a efecto aunque los británicos quedasen al margen de la misma.

Aunque en la fecha en que este trabajo doctoral se ha dado por concluido, no se ha adoptado una decisión al respecto, y es seguro que se producirán nuevos ataques verbales (e incluso económicos, de algún tipo) contra la economía española, u otras economías débiles del sistema, a efectos de destacar la imposibilidad, e inconveniencia, de que los mismos adopten la moneda única en su fase inicial, en mi opinión, serán las decisiones políticas las que predominen y, ante la necesidad de afrontar otros problemas futuros de la Comunidad Europea, como su futura ampliación a terceros países, para lo que será preciso el voto positivo de los "países débiles", la moneda única europea contará desde el inicio con la participación española, siempre que las autoridades económicas de nuestro país no varíen su decisión, por una u otra razón, no forzosamente relacionada con el proceso de integración, tanto más cuando el partido socialista, que ha mostrado un empeño en el proceso de unión monetaria dig-

no de mención, ganó las elecciones generales y le corresponde, salvo que no consiga llevar a cabo los pactos necesarios, formar el nuevo gobierno.

En cualquier caso, tanto si desde el inicio España, y otros países "débiles" del sistema, participan en la implantación de la moneda única, como si se les exige un proceso de adaptación, los costes serán elevados, y los planes de convergencia, y el ajuste contenido en los mismos, adquirirán gran importancia, condicionando el resultado futuro del proceso, y en particular el tiempo necesario para que los beneficios que se deriven de la unión monetaria, y económica, se manifiesten.

CAPITULO OCTAVO

UNA MONEDA UNICA: LA CULMINACION DE LA INTEGRACION MONETARIA

Una vez que en los primeros capitulos hemos analizado la teoria económica que va a servir de base a nuestras conclusiones, y en el capitulo anterior hemos visto la evolución que ha experimentado la Comunidad Europea en el ámbito monetario, estamos ya en condiciones de plantear un análisis del problema de la implantación en Europa de una unión monetaria.

El régimen de tipo de cambio: una opción previa

Como se ha indicado anteriormente, la Comunidad Europea ya ha adoptado la decisión de mantener un sistema de tipos de cambio fijos entre los países que la componen (aunque manteniendo unos niveles de variabilidad, a veces muy importantes, respecto de los tipos centrales de paridad, y permitiendo reajustes en el esquema de paridades, cuando existan causas que así lo aconsejen). No obstante, al no existir un sistema cambiario a nivel mundial, respecto a los países que no pertenecen a la Comunidad no se mantienen reglas que obliguen a establecer una determinada relación cambiaria, o unas pautas de fluctuación. En el interior de la Comunidad se mantiene un referente para la determinación de los tipos de cambio, el ECU (representativo del conjunto de las monedas del sistema); pero respecto al resto del mundo no existe ninguna moneda, ni mercancía, cuya paridad

respecto a las monedas comunitarias sea necesario mantener.

Con el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos dentro de la Comunidad Europea se intentaba lograr una zona de estabilidad interna que permitiese conocer con precisión los resultados que se derivaban de las transacciones internacionales intracomunitarias, eliminando los beneficios o pérdidas que se derivasen de variaciones no esperadas en los valores de las monedas comunitarias, al mismo tiempo que se deseaba alcanzar una mayor disciplina en las actuaciones de las autoridades económicas, intentando lograr una articulación coherente y compatible de las mismas. En definitiva, se intentaba lograr una mayor estabilidad frente a fluctuaciones internas, ante la imposibilidad de lograr una estabilidad en el ámbito mundial por la desaparición del sistema monetario internacional nacido de la Conferencia de Bretton Woods, que iba a obligar a los países de la Comunidad a mantener un sistema de flotación "sucia" frente al dólar, y las restantes divisas internacionales extracomunitarias.

Como vimos en el capítulo tercero, tanto una minusvaloración del valor de una moneda, respecto a otras, como su sobrevaloración, van a tener efectos indeseables para una correcta articulación de la política económica, por lo que el problema que surge en el propio origen de un sistema de tipos de cambio fijos es establecer el tipo de paridad adecuado de las diferentes monedas, para evitar tanto esa sobrevaloración, que atenta contra el logro de un crecimiento equilibrado, y tendría un efecto muy negativo en el nivel de reservas de los países en cuestión, de producirse desequilibrios que les forzasen a intervenir en los mercados de divisas para mantener dicha cotiza-

ción; como impedir que las monedas se encontrasen minusvaloradas, proporcionando a los países que las emiten una competitividad externa "artificial" que es financiada, en definitiva, por los restantes países.

Asimismo, la Comunidad Europea se ha tenido que enfrentar con el problema inflacionario, ya que la existencia de un sistema de tipos de cambio fijos requería el logro o mantenimiento de un nivel de inflación "deliberado", que evitase la transferencia de recursos reales a países más inflacionistas, a expensas de aquellos cuyas economías mantenían una menor tasa inflacionaria. Aunque la inflación alemana se constituyó en el referente comunitario, sirviendo de ancla al sistema, los reajustes de las paridades centrales que ha sido necesario realizar a lo largo de la historia del Sistema Monetario Europeo han sido la prueba de que no se ha logrado realmente la homogeneidad y compatibilidad de las políticas económicas de los países miembros.

Sin embargo, como vimos al analizar el período de asentamiento del Sistema Monetario Europeo en el capítulo anterior, hasta el año 1.993 (y en el caso de Portugal y Grecia hasta 1.995, aunque Portugal decidiese no apurar el plazo para la liberalización), algunos países comunitarios podían mantener controles en los mercados de cambios, de uno u otro tipo, de forma que no existiese libertad en los movimientos de capitales, con lo que podían articular políticas monetarias que les permitiesen mantener la paridad de sus monedas y, al mismo tiempo, realizar actuaciones de política económica que no eran compatibles con la estabilidad de dicho tipo de cambio. No obstante, a partir de esta fecha, se generaliza en la Comunidad Europea, la libertad de movimientos de capitales, con lo que la mayoría de

los países comunitarios que aún mantenían algún tipo de control de cambios van a perder esta posibilidad de actuación al mismo tiempo que se verán privados de la autonomía para desarrollar una política monetaria autónoma, diferente de la desarrollada a nivel comunitario, ya que cualquier actuación que lleven a cabo, de no ser compatible con aquélla, va a generar movimientos de divisas que atentarán contra la estabilidad de los cambios, y obligarán al país en cuestión a adoptar medidas correctoras, como vimos en capítulos anteriores. La actuación de los países comunitarios ante problemas internos de sus economías quedaría restringida a la articulación de políticas fiscales y de rentas, combinadas con políticas sectoriales y regionales cuyos efectos se manifiestan en un plazo amplio de tiempo.

Por lo tanto, éste es el punto de partida, unos países que desean mantener un sistema de tipos de cambio fijos entre sí, y que al mismo tiempo renuncian a las restricciones a los movimientos de capitales, con lo que las autoridades económicas de los mismos no pueden llevar a efecto una política monetaria autónoma, y deben adaptarse a la mantenida por el conjunto del sistema, la cual estará determinada por un país, o grupo reducido de países, cuyos éxitos en la reducción de las tensiones inflacionistas (que constituyen un objetivo de la Comunidad) sean mayores. Será en este contexto en el que deba desarrollarse todo el análisis.

El referente del sistema

Una vez adoptada la decisión de mantener un sistema de tipos de cambio fijos, con independencia de la rigidez que se desee tenga el mismo, resulta necesario indicar respecto a que se establece esa rigidez, siendo igualmente necesario determinar si el referente último (aquel que no podría sufrir alteración) debe ser interno y, por lo tanto, estar bajo la influencia (mayor o menor) del propio sistema, o externo, con lo que no puede ser influenciado por éste, al menos totalmente.

Determinación del referente del sistema

Cuando se desea mantener fijas las paridades de dos monedas entre sí basta con determinar el valor al cual se debe llevar a cabo su intercambio, es decir, el tipo de cambio que ha de mantenerse entre las mismas, resultando innecesario, en principio, hacer referencia alguna a cualquier otro variable. De ser tres las monedas cuyo tipo de cambio desea mantenerse estable, deberán fijarse los tipos de cambio bilaterales entre las mismas, y con ello se tendrán determinadas sus paridades. Sin embargo, si dos de estas monedas experimentan una tendencia a alterar dicha paridad, se hace necesario comprobar cual es su posición relativa respecto a la tercera para poder determinar cual es la moneda causante de dicha alteración, o en que proporción lo son ambas. Esta tercera moneda está actuando, en este caso, como el referente del sistema.

El problema de la indeterminación

Efectivamente, si una de las monedas no ha alterado su posición respecto a la tercera moneda, será la otra moneda la que cause las tensiones en los cambios y, por tanto, las autoridades de ese país las que, en principio, adopten medidas para lograr que su moneda retorne a su valor de paridad. Sin embargo, si junto a la tendencia a la alteración de la paridad de esas dos monedas se produce una separación del valor de paridad de las mismas respecto a la tercera moneda, deberemos considerar dos situaciones:

* Si mantenemos la consideración de referente del sistema a esa tercera moneda, bastará con determinar cual ha sido la desviación de cada una de las dos primeras respecto a la misma para concretar la "responsabilidad" de cada una de ellas en la desviación.

* Si, por el contrario, las tres monedas del sistema mantienen una consideración de igualdad, la separación experimentada entre las dos primeras monedas y la tercera es consecuencia, al menos en parte (ya que es diferente respecto a las otras dos), a la propia evolución de esta tercera moneda, lo que nos impide determinar que moneda, o monedas, son las causantes de la desviación, o el "grado de responsabilidad" de cada una de ellas en la misma.

Esto nos obliga a comparar la nueva situación con la situación inicial, tomando para ello un referente distinto a las monedas participante en el sistema, de forma individual.

Para lograr determinar cuales son las desviaciones reales de cada moneda respecto a su paridad podremos optar por dos soluciones:

- Relacionar los valores de las tres monedas respecto a una variable externa al sistema, que puede ser otra moneda o una "mercancia", o bien un conjunto tanto de monedas como de mercancías, o de ambas.
- Establecer un valor interno de referencia, que se derive de las paridades de las monedas, atendiendo a circunstancias que se consideren determinantes en el valor mantenido por cada una de ellas

Asimismo, podría pensarse en un referente interno basado en una "mercancia" o conjunto de mercancías, siempre que se fuesen comunes a los tres países emisores de las monedas y no participasen en el comercio internacional, ya que en caso contrario lo que sería en definitiva es un referente externo. Esto resulta lo bastante improbable como para no ser tenido en cuenta en el análisis.

Tenemos ya, por tanto, las razones que justifican la existencia de referentes, externos o internos, en un sistema de tipos de cambio fijos. Si surge la necesidad ante la implantación de un sistema de tres monedas, la misma se hace más perentoria cuando el número de monedas se incrementa, y las paridades multilaterales hacen más complejo el análisis.

La determinación del referente del sistema va a coincidir con la determinación del propio sistema monetario, con indepen-

dencia de que a dicho referente se le otorguen, o no, todas las características propias de una moneda, ya que la fiabilidad y mantenimiento en el tiempo de dicho sistema tendrá como base la posibilidad, en un momento indeterminado, de obtener a cambio de un montante de moneda extranjera (o nacional) una cantidad fija de ese referente, o su equivalente en "poder de compra".

Como ya hemos visto, a lo largo de estos años han existido sistemas monetarios cuyos referentes eran tanto monetarios como no monetarios, y se encontraban formando parte del propio sistema o se acudía a un componente externo al mismo. Partiendo de esas experiencias analizadas en los apartados anteriores deberemos determinar cuales pueden ser las razones que llevan a la utilización de una u otra clase de estos referentes.

Carácter interno o externo del referente

Respecto al carácter de interno o externo del referente del sistema, los aspectos que deben tenerse en cuenta para su elección serían los siguientes:

- * Fácil conocimiento de su valor en cada momento del tiempo, que permita la comparación inmediata entre dos situaciones.
- * Estabilidad, basada en la confianza en el mantenimiento de su valor futuro.
- * Independencia, respecto a:
 - las monedas del sistema, tomadas individualmente,
 - otras monedas externas al sistema.

* Deben conocerse las interrelaciones del mismo respecto a las monedas del sistema, y procurar que las influencias sobre todas ellas, de existir, sean similares.

* El ámbito en el que se desea lograr la estabilidad de los cambios.

Las circunstancias existentes en el momento de la elección del referente del sistema van a determinar sus características, pero no obstante hay que analizar cada una de ellas antes de la consideración del mecanismo establecido en el Sistema Monetario Europeo.

Valor conocido y estable: problemas de escasez y confianza

Lógicamente, resulta necesario escoger como referente de un sistema de cambios una variable que tenga un valor "de intercambio", que pueda ser conocido por los agentes en cada momento del tiempo, de forma que les permita realizar una comparación inmediata entre dos situaciones dadas, y al mismo tiempo resulta conveniente que este valor tenga una gran estabilidad, para que su mantenimiento en el tiempo evite problemas de confianza.

Para lograr la primera condición resulta necesario elegir un bien, del tipo que sea, que sea aceptado de forma generalizada, y comercializable a través de mercados con un alto grado de transparencia, lo que permite conocer fácilmente tanto su valor, como la evolución del mismo. La no aceptación generalizada del referente, si bien podría carecer de importancia dentro del sistema en el caso de que si fuese aceptado por los di-

ferentes países que componen el mismo, si podría generar dificultades a la hora de mantener esa aceptación de llevarse a cabo operaciones comerciales entre algún país del sistema y aquellos en los que el referente no es aceptado, al poderse cuestionar por éstos el valor de su moneda, influyendo negativamente en la valoración que el mismo realizaría de dicho referente, introduciendo un problema de confianza en el sistema. La utilización de metales preciosos, y en particular el oro, y de las monedas con mayor peso en el comercio internacional como "patrones" de intercambio de los sistemas monetarios responden a esta idea.

Más evidente resulta el segundo argumento, ya que la utilización de un referente cuya estabilidad sea baja haría muy difícil llevar a buen fin el objetivo de estabilidad que se desea alcanzar con el establecimiento del régimen de tipos de cambio fijos.

El problema se plantea al intentar encontrar este referente estable y comunmente aceptado. Como ya se indicó en el capítulo tercero, los usos alternativos del oro y las limitaciones para el crecimiento de su oferta a igual ritmo que las necesidades que se tenían del mismo para atender a las transacciones internacionales (unido a otros condicionantes políticos que se sumarían al planteamiento agudizando, pero no alterando, el problema), hicieron aparecer el primer obstáculo al que debe enfrentarse un referente: el problema de la escasez.

La aceptación generalizada de un referente está basada en que su posesión es la posesión de un activo, y por lo tanto una manifestación de la riqueza y el poder de compra, teniendo unos usos alternativos a los de la propia utilización en los merca-

dos de cambios. La estabilidad de su valor resulta muy difícil de mantener sin que exista un mecanismo que equilibre su oferta a la demanda que del mismo pueda realizarse. Asimismo, de existir ese mecanismo que regule su oferta sería necesario establecer normas estrictas para su creación, ya que en caso contrario pronto surgiría el segundo obstáculo al que debe enfrentarse un referente: el **problema de la confianza**.

Como vimos al considerar el Sistema Monetario Internacional de Bretton Woods, la falta de control en la oferta de dólares, que servían de referente al sistema por su paridad respecto al oro, derivó en una pérdida de confianza en la divisa americana, que tuvo como consecuencia la desaparición del propio sistema.

Ambas experiencias permiten afirmar que el respaldo al referente del sistema debe nacer de la confianza en las economías integradas en el mismo, introduciendo mecanismos que hagan posible que en cada momento su valor responda a la realidad de esas economías. La utilización de referentes externos difícilmente pueden contar con este respaldo de los países del sistema, y además pueden introducir incertidumbres ajenas al mismo, con importantes efectos negativos. Por lo tanto, al no existir un referente mundial estable, comunmente aceptado, la mejor alternativa es la utilización de un referente interno que cuente con la garantía de todos los países que componen el sistema de tipos de cambio fijos, tomados en su conjunto.

Para que los países que componen un sistema monetario puedan responsabilizarse del valor del referente del mismo deberán tener potestad exclusiva sobre su oferta, quedando su demanda determinada por el nivel de aceptación de que goce el mismo. El aumento de la oferta evitará el problema de la escasez, mien-

tras que la limitación de la misma impedirá que se planteen los problemas de confianza. Sin embargo, resulta prácticamente imposible encontrar algún bien cuyo valor sea, además de fácilmente conocido, comunmente aceptado por todos los países de un sistema monetario y que, por el contrario, no tenga a su vez aceptación fuera del ámbito del mismo, y que vea además restringida su oferta a la que se realice dentro del sistema. Tan sólo las monedas de los países miembros responden a estas características. Por lo tanto, el referente del sistema, si se desea garantizar su estabilidad (respecto al propio sistema), y que cumpla las características del fácil reconocimiento de su valor, deberá tener como base las propias monedas de los países que lo componen, quedando su aceptación garantizada dentro del mismo por los propios acuerdos en los que se basa el sistema, y en el exterior por la aceptación de que gocen las respectivas monedas de esos países, y el uso que se haga del mismo. Es decir, el referente más adecuado para el sistema será un referente interno de carácter monetario, cuya estabilidad será garantizada por los diferentes países que forman el sistema monetario. La forma que puede adoptar dicho referente será:

- La creación de una "bolsa de monedas", en la que participarán, de forma ponderada, todas las monedas de los países miembros del sistema monetario.
- La utilización de una "moneda común" de referencia, que podrá ser una de las monedas del sistema, u otra creada al efecto.

La estabilidad interna de que goce la "cesta de monedas" derivará de la propia estabilidad que se quiere lograr en los tipos multilaterales de las monedas del sistema, y será tanto mayor cuanto más perfecta sea la ponderación que se realice de las monedas que la componen. Por el contrario, la estabilidad de la "moneda común", como la de cualquier otra moneda dependerá de sus condiciones de emisión y utilización por el sistema. La aceptación tanto de la "cesta de monedas" como de la "moneda común" será, en principio, la que se derive de los acuerdos de establecimiento del sistema monetario, y con posterioridad del uso que se haga de ambos, teniendo en cuenta que, incluso, se puede determinar su sola utilización como referente del sistema, sin que tenga materialidad alguna a otros niveles.

Independencia e interrelaciones respecto a otras monedas

Cualquiera que sea el referente del sistema, el mismo tiene que tener un suficiente grado de independencia respecto a las monedas de los países que forman parte del mismo, consideradas individualmente, y respecto a otras monedas externas al sistema, ya que de lo contrario podría facilitar actuaciones contra su estabilidad, o que afectasen a su aceptación. No obstante, una total independencia resulta prácticamente imposible por lo que el objetivo a la hora de establecer un referente a un sistema de tipos de cambio fijos será el lograr que su independencia respecto a las monedas existentes sea la mayor posible, y que sea posible prever cuales son los efectos que se derivan de la dependencia que el mismo presenta respecto a estas monedas, y para lograrlo, resulta necesario conocer lo más perfectamente posible las interrelaciones existentes entre ese referente, una

vez determinado el mismo, y dichas monedas, procurando que las influencias respecto a las monedas del sistema sean homogéneas, evitándose efectos discriminatorios. En el caso, bastante probable, en que no esto no sea posible, deberán determinarse mecanismos que mitiguen dichas diferencias mediante compensaciones entre las monedas.

Nuevamente, un referente interno resulta más apropiado para alcanzar un mayor grado de independencia que uno externo, o al menos para poder controlar de forma conjunta los efectos que se puedan presentar. Y de igual modo, un referente monetario parece más controlable que los "patrones-mercancia" que se pudieran establecer, al resultar más fáciles las actuaciones de carácter compensatorio sobre las monedas de los países que sobre la producción de bienes de carácter real.

La influencia de factores externos sobre el referente del sistema será un reflejo de las influencias que esos mismos factores tienen sobre las economías de los países miembros, y por tanto sobre sus respectivas monedas. No podrán ser evitadas en ningún caso, como no pueden serlo éstas últimas. Sin embargo, a nivel interno sí pueden ser mitigadas o compensadas las distintas influencias que las monedas del sistema tienen sobre el referente, si bien esta posibilidad no quiere decir que se materialice siempre en realidades, y el Sistema Monetario Europeo, como hemos visto, es un buen ejemplo de ello.

El ámbito de la zona de estabilización

Un aspecto importante a la hora de determinar el carácter del referente de un sistema de tipos de cambio fijos es el relativo al ámbito geográfico en el que el mismo se va a desarro-

llar. Si la zona de estabilidad cambiaria está limitada a pocos países, cuyo objetivo es no verse afectados por la inestabilidad cambiaria existente a nivel internacional, resultaría lógica la adopción de un referente utilizado en alguna zona de estabilidad ya existente. Sin embargo, la carencia de dicha zona de estabilidad y, por tanto, de ese "deseable" referente externo, como sucedió tras la desaparición del Sistema Monetario Internacional de Bretton Woods, harían aconsejable "crear" un referente de carácter interno, ya que los problemas de aceptación y estabilidad que hemos visto sólo tendrían, en principio, importancia en el ámbito de la zona de estabilización que se deseaba crear, ya que respecto a terceros países se mantendría un sistema de flotación más o menos "sucio".

Elección entre una "cesta de monedas" o un "patrón-mercancia"

En el apartado anterior se ha planteado la elección de un referente de un sistema de tipos de cambio fijos partiendo de cinco elementos de valoración que tienen su origen en la consideración de los problemas que han tenido a lo largo del tiempo los sistemas monetarios internacionales, y que a juicio del autor del presente trabajo doctoral, han dejado patente la conveniencia de la elección de un referente interno sobre uno externo, cuando el ámbito de actuación de la zona de estabilidad cambiaria que se quiere obtener es restringido y fuera de ella no existe ninguna otra zona estable, ni referente estable generalmente reconocidos. Sin embargo, no han quedado debidamente recogidas las razones por las que un referente monetario resultaría preferible a un "patrón-mercancia", integrado bien por una de ellas o por un conjunto de bienes de general aceptación,

y cuyo valor fuese relativamente estable en el tiempo.

Como bien indica Richard N. Cooper (102), "la forma más directa de unir una moneda nacional con el lado real de la economía es que una mercancía sea dinero, o algo que está estrechamente relacionado con lo anterior, exigir que la autoridad que emite dinero compre y venda dinero a cambio de la mercancía a un precio fijo". Las desviaciones respecto a ese precio fijo serían las que determinarían el grado de "responsabilidad" de las monedas del sistema de tipos de cambio fijo que hemos venido considerando.

Un análisis de este "patrón-mercancía" exige considerar los efectos derivados de la conversión de esta mercancía en un objetivo de política económica, y en su transformación en un "activo de reserva", que se van a concretar en los siguientes aspectos: su representatividad y aceptación, y su "liquidez" y "rendimiento", en relación con los problemas de los costes de su almacenamiento y transporte.

Representatividad y aceptación

La mercancía, o grupo de mercancías, que compongan el referente deberá ser representativa de la totalidad del conjunto de bienes y servicios de todas las economías que constituyan el sistema de tipos de cambio fijos, o bien deberá poder establecerse un mecanismo dinámico que determine cual es la relación respecto a los mismos, permitiendo todo ello que no existan razones de tipo económico que dificulten su aceptación (no considerándose las razones de tipo socio-político a las que tendría igualmente que enfrentarse, y que se sumarían, lógicamente, a cualquier otra objeción que se adujese).

La transformación de esta mercancía, o conjunto de mercancías, en un referente de un sistema monetario, y la necesidad de que las monedas de los países que lo componen fijen su valor en una cantidad determinada de las mismas, garantizando de una u otra forma la "convertibilidad" en dichos bienes (para no caer en el problema de la pérdida de confianza en el valor de su moneda, que se traduciría inmediatamente en una caída de su cotización que obligaría a las autoridades de ese país a intervenir para mantener el tipo de cambio), generará estímulos para la producción de dichas mercancías por razones diferentes a las derivadas de su comercio; o de ser dificultosa su producción, llevará a procurar su almacenamiento como un "activo de reserva" de carácter estable. Cualquiera de estas dos medidas, bastante probables, alterará la relación real de intercambio entre los países del sistema, así como entre éstos y el resto del mundo, provocando en uno u otro momento, variaciones en el nivel general de precios, medidos en términos monetarios o expresados en cantidades de la mercancía, o grupo de mercancías, que sirven de referente. Asimismo, aunque no se llevasen a cabo esas alteraciones en la oferta y la demanda de dichas mercancías, la propia evolución de la economía obligaría a adaptar, cada cierto tiempo, la "paridad" establecida entre las distintas monedas y el referente elegido lo que, de no haber seguido todas las economías del sistema una evolución homogénea, se traduciría en una alteración de los tipos de cambio que se deseaba mantener fijos.

Otro aspecto aún más difícil de lograr es el de la aceptación como referente de dicha mercancía, o grupo de mercancías, ya que, como se ha indicado, de una u otra forma se convertiría

en un "activo de reserva", de cuyo mantenimiento se derivarían problemas de administración, con unos costes reales (mayores, casi con seguridad, de los que se producirían en el caso de que se tratase de una moneda), que en sí mismos podrían provocar diferencias en su valoración por parte de cada país. Pero más importante que lo anterior, por lo que a su aceptación se refiere, vendría dado por otros dos aspectos: la posibilidad de los países del sistema de producir las mercancías que componen el referente, y la existencia dentro de estos países de un consumo de las mercancías que lo componen.

Siempre será más fácil aceptar un bien "conocido", respecto al que se realizan transacciones comerciales de forma habitual, que otra mercancía que, por alguna causa, no sea utilizado en el país, ya que esa misma causa podría ponerse de manifiesto a la hora de ponderar las alteraciones que se produjesen en el valor internacional de los bienes que componen el referente (no considerándose la posibilidad, tan siquiera, de que un país vaya a aceptar un referente basado en una mercancía respecto a la que no mantiene un cierto grado de comercio internacional y nacional). A esta circunstancia habría que añadir que la aceptación de la mercancía por parte de un país del sistema se vería limitada si el mismo no puede, por la razón que sea, llegar a producir dicha mercancía en similares condiciones que los restantes países del sistema (y razones de tipo socio-político, e incluso también económico, llevarían a no aceptar un referente que incluyese mercancías en cuya producción u obtención tuviese una ventaja relevante algún otro país que compita con él en algún campo económico o político -salvo que incluyese otras mercancías en las que la ventaja la tuviese el propio país, y con

ello se compensase, total o parcialmente, el sesgo producido-, y el caso del patrón-oro constituye, desde mi punto de vista un buen ejemplo de ello).

Liquidez y rendimiento frente a almacenamiento y transporte.

Siguiendo parcialmente a John M. Keynes (103), los diversos bienes proporcionan un "rendimiento", ocasionan unos "costes de almacenamiento", y poseen una "prima de liquidez" en diferentes grados. Aunque lográsemos que el referente elegido se compusiese de una serie de mercancías cuyo rendimiento (por su utilización en algún proceso productivo o servicio) fuese elevado, se precisaría además que fuese posible su almacenamiento (en tanto se deseara mantener unas reservas del mismo), y que los costes derivados de dicho almacenamiento no fuesen importantes, en relación con el indicado rendimiento, de forma que su valor no disminuyese en el tiempo como consecuencia de no ser utilizado de forma inmediata. Asimismo, también debería ser posible su fácil transporte, y los costes que pudieran derivarse del mismo tampoco deberían ser importantes, permitiendo el intercambio de las monedas del sistema por las mercancías del referente, a la paridad establecida, siempre que se deseara. Pero además, sería necesario que todas las mercancías que formasen parte del referente gozasen de una elevada liquidez, no existiendo trabas al intercambio de éstas por alguna, o todas, las monedas del sistema.

La elección de una mercancía como "patrón" o referente de un sistema monetario resulta, por tanto, bastante compleja. No existiendo, aparte del oro, ninguna mercancía que no sufriendo merma como consecuencia de su almacenamiento, al mismo tiempo,

goce de lo que Milton Friedman denomina "legitimación histórica" (ya que la plata, por diversas razones que sería muy largo de explicar, ya ha perdido gran parte de su atractivo, y otros metales preciosos nunca han gozado del mismo), la elección de "patrón-mercancía", diferente del oro, presenta la seguridad de unos costes reales, frente a la incertidumbre de su aceptación. Por otra parte, tras el abandono de un sistema, como el del "patrón-oro", volver al mismo presenta importantes dificultades, que afectarían negativamente a la necesaria confianza que sería necesario otorgarle, y las restantes propuestas de incorporar otras mercancías, bien junto al oro, o bien sin tener a éste en cuenta, no aportan ninguna ventaja real al sistema de "patrón-oro" en sí mismo, ya que las innovaciones que incluyen podrían ser igualmente llevadas a cabo en éste, si se desea.

Las opciones de los patrones bimetálicos oro-plata, tanto si se considera un valor de intercambio fijo entre los dos metales, sistema bimetálico puro, o si se establece la libre fluctuación entre los mismos, denominado sistema "simetálico" por Edgeworth, presentan deficiencias importantes que afectan a su mantenimiento en el tiempo, y con ello a su idoneidad para servir de base a un sistema monetario, ya que, tarde o temprano, introducirá problemas de confianza respecto al cambio, o de incertidumbre en relación al mismo, que se sumarían a los problemas que se pueden presentar en un sistema "monometálico". Iguales problemas, definidos en diferentes términos, se presentan en las otras opciones que se han considerado una vez que el "patrón-oro" comenzó a presentar problemas. La propuesta realizada por Benjamin Graham de utilizar una cesta con ponderaciones fijas de veintitres mercancías como referente de la emisión

fiduciaria chocó con el problema del mantenimiento de la relación real de intercambio entre las mismas, que se unía al derivado de los costes de almacenamiento en los que se incurría, así como a la dificultad para que las ponderaciones introducidas fuesen generalmente aceptadas, y la propuesta planteada por Albert Hart de ampliación de la cesta a treinta y una mercancías, estandarizadas y almacenables, que compusiesen la moneda mercancía internacional de reserva (MMIR), como respaldo de los Derechos Especiales de Giro del Sistema Monetario Internacional, no aportaba nada nuevo, salvo la sustitución del dólar por el activo creado por dicho organismo. La posibilidad de que el Fondo Monetario Internacional pudiese intervenir en el mercado de bienes, actuando en las mercancías que componen dicha "cesta" deja patente que la discusión había derivado hacia propuestas de "patrones-mercancías" desde el punto de vista de su utilización como al papel de instrumentos de estabilización de los precios. El patrón tabular, que establecía una relación fija, pero adaptable, del oro y el dólar, indiciano el coste de la vida respecto a éste último, de forma que se alterase la relación entre ambos cuando se modificase dicho índice del coste de la vida; Junto a la propuesta de Robert Hall de utilizar una "cesta de mercancías", con ponderaciones fijas de bienes cuyo índice de precios haya sido un buen reflejo del índice general, y que se compondría de nítrato de amonio, cobre, aluminio, y conglomerado de madera (ANCAP) son un reflejo de este nuevo planteamiento. Sin embargo, cualquier conjunto de mercancías no monetarias que podamos elegir comparada con la opción por una moneda, o conjunto de monedas, va a presentar más inconvenientes que ventajas respecto a la mayoría de los puntos señalados

con anterioridad. Resulta difícil encontrar un bien que reúna las características indicadas y que, además, sea "representativo" del conjunto de bienes económicos para varios países, tanto más si el mismo debe ser mantenido en el tiempo, por lo que es necesario recurrir a bienes cuya oferta pueda ser controlada por quien pretende mantener estable la relación, no pudiendo ser producido por otros agentes que no compartan dicho deseo, y que además no tenga otros bienes alternativos a los cuales pueda dirigirse la demanda en el caso de que dicha oferta se reduzca, ya que ello afectaría negativamente a la estabilidad de los mismos. El dinero, representado en nuestro análisis por las monedas de los países que desean establecer un sistema de tipos de cambio fijos, satisface, según Keynes, estas características. Asimismo, un patrón monetario va a gozar de aceptación en tanto en cuanto sean aceptadas las monedas de los países que lo respaldan, y en mayor medida que un conjunto de mercancías cuya producción puede responder a otros fines diferentes, e incluso incompatibles, a los de lograr la estabilidad cambiaria. La liquidez del referente vendrá garantizada por la convertibilidad de las propias monedas que lo respaldan, no siendo realmente relevantes los problemas expuestos para las mercancías respecto a los rendimientos y costes de almacenamiento y transporte.

Elección de referente entre una "cesta de monedas" o una "moneda individual"

Partiendo de las premisas obtenidas en los puntos anteriores, de la preferencia de un referente del sistema de tipo de cambio fijo interno respecto a uno externo, y de su carácter monetario frente a un "patrón-mercancia", se plantea la opción de elegir entre un grupo de monedas, tomadas en su conjunto, y reunidas en proporciones determinadas, es decir, lo que se viene conociendo con la denominación de "cesta de monedas", o una moneda individual. Dentro de esta última opción, estaremos obligados a elegir entre proceder a crear una "nueva moneda", o "moneda común", diferente a la de los países del sistema, o "adoptar" una de las monedas nacionales como referente. Por último, habrá que determinar si la moneda de referencia debe sustituir, paulatina o repentinamente, a las monedas nacionales preexistentes, dando lugar a una "moneda única", que haga innecesario el propio sistema de tipos de cambio fijos.

La preferencia entre una "nueva moneda" o una "moneda nacional"

A la vista de lo indicado en el punto anterior, resulta necesario que previamente a llevar a cabo comparaciones para determinar la preferencia entre una "cesta de divisas" y una "moneda individual", deba determinarse cual es esa "moneda individual" a la que se asigna el cometido de referente del sistema.

La preferencia por una u otra opción va a responder más a razones de tipo "socio-económico" que a aspectos económicos estrictos. De existir entre las monedas nacionales de los países que participan en el sistema de tipos de cambio fijos una única moneda que, por su importancia en las transacciones internacio-

nales, fuese utilizada con frecuencia por todos, o la mayoría de los países, para nominar sus operaciones comerciales, e incluso saldar las mismas, esta moneda podría fácilmente convertirse en referente del sistema. Su condición de "moneda-guia" determinaría que la política económica seguida por el país emisor de la misma iba a marcar las pautas de actuación a las que deberían adaptarse los países del sistema. La toma en común de decisiones para articular una política monetaria asumible por todos los países, y el desarrollo de unas políticas fiscales y estructurales compatibles con ella, bastarían para dar al sistema la necesaria estabilidad, y para que se aceptase el papel preeminente del país emisor de la misma, que en cualquier caso, dada la hipótesis planteada, ya tenía. Otro problema diferente, al que se hará referencia en un ulterior apartado, es el de la sustitución de las monedas nacionales por esta "moneda-guia", ya que ello lleva a considerar problemas derivados de la demanda de dinero, los tipos de interés para cada moneda, y la formación de hábitos de conducta.

Adopción de una moneda nacional como "moneda guia" del sistema

El problema surge, no obstante, cuando entre las monedas de los países del sistema existen varias (bastaría con que fuesen dos) que gozan de una importancia y aceptación superior a las demás, tanto dentro del propio sistema como a nivel internacional, es decir, el caso que se presenta en el ámbito de la Comunidad Europea. En este caso, la aceptación de una de ellas presenta tres niveles de dificultad:

1) Debe ser aceptada por los países que tienen una menor importancia relativa, tanto en el ámbito del sistema como a nivel internacional.

Estos países preferirán que se constituya como referente del sistema aquella moneda que para ellos es la más relevante, ya que tendrán, con razón o sin ella, un mayor grado de confianza, en la misma.

No obstante, dado que la otra moneda también goza de un suficiente grado de aceptación a nivel internacional y en el propio sistema, no presentará una dificultad insalvable su aceptación por parte de estos países que podríamos denominar "menores", siempre que la política monetaria (e incluso el resto de políticas económicas) seguida por el mismo no difiera de forma importante con la mantenida, o deseada como objetivo, por estos países.

2) Debe ser aceptada como referente por el país, o países, cuya moneda goza de similar aceptación.

Para estos países si presenta dificultades aceptar a otra moneda diferente a la emitida por ellos como referente del sistema, ya que esto supone aceptar la pérdida de relevancia de su propia moneda, y aceptar asimismo como propia la política monetaria desarrollada por el país emisor de aquélla, no pudiendo en estas circunstancias llevar a cabo políticas nacionales que no sean compatibles con una política monetaria que las autoridades del país no articulan.

Tan sólo el establecimiento de mecanismos que permitan llevar a cabo una política monetaria común, y

no una simple adaptación de todos los países a una política monetaria del país emisor de la moneda de referencia, haría más fácil la aceptación de aquélla.

Sin embargo, al problema anterior hay que sumar el derivado de la "pérdida de prestigio" que tal aceptación lleva aparejada, tanto a nivel internacional como a nivel nacional. Esta razón, por encima de las demás, viene a determinar realmente la dificultad de aceptar a otra moneda. Sumada a la anterior hace muy difícil que dicha aceptación se produzca.

No obstante, no puede olvidarse que esta "pérdida de prestigio" tiene un coste económico real para el país que la sufra, ya que la utilización en las diferentes transacciones entre dos países de la moneda de uno de ellos facilita el desarrollo del comercio entre los mismos en mayor medida que si las operaciones comerciales se llevasen a cabo en una tercera moneda, cuyo uso exige de "pasos intermedios" que, por simple que sean, tienen un cierto coste y exigen un acuerdo de ambas partes sobre el valor que para cada uno de ellos tiene esa tercera moneda, no sólo en el momento presente, si no cuando se lleve a cabo el pago.

3) Debe alcanzarse un acuerdo sobre cual moneda debe ser utilizada como referente del sistema.

Evidentemente, aunque se pudiesen solventar los problemas expuestos en los dos puntos anteriores, el

paso previo sería llegar a un acuerdo sobre cual de las monedas existentes debe ser utilizada como moneda de referencia.

La elección de una u otra moneda vendrá determinada por los propios objetivos que se hayan propuesto alcanzar los países que forman el sistema de tipos de cambio fijos, y especialmente los relativos a los tipos de cambio y tasas de interés, por la interrelación de los mismos con las medidas de política monetaria y el hecho de que la misma va a ser dirigida por el país cuya moneda se adopte, con independencia de que puedan existir mecanismos que permitan su articulación conjunta dentro del sistema.

De lo anteriormente expuesto resulta fácil deducir que el acuerdo sobre cual debe ser la moneda de referencia del sistema de tipos de cambio, y lograr que la misma sea aceptada por los países emisores de otras monedas cuya "relevancia" a nivel internacional son dos caras de la misma moneda, y presentan importantes inconvenientes que se podrían traducir en tensiones dentro del sistema que afectasen a su estabilidad e, incluso, forzasen a alguno de los países a abandonarlo.

Utilización de una "moneda común", no nacional, como referente

Una situación diferente sería la de establecer como "moneda guía" una nueva moneda, en cuya creación participasen todos los países que integran el sistema de tipos de cambio, y que coexistiese con las monedas nacionales.

En principio, la aceptación de dicha moneda por la totalidad de los países no debería presentar más problemas que los

derivados de su utilización a nivel nacional (por las implicaciones que tendría sobre la liquidez de cada país, y sus efectos inflacionistas, así como los derivados de los "hábitos" de cada país, que afectarían a su utilización real dentro de los mismos). Tanto los países emisores de monedas "relevantes" como los países que hemos considerado "menores" participarían en su creación (si bien, lógicamente, serían los primeros los que establecerían las pautas a seguir). Los acuerdos que se adoptasen sobre su creación determinarían, implícita o explícitamente, su aceptación por los países del sistema, no viéndose afectado el "prestigio" de ningún país, ya que todos ellos son responsables de la moneda creada.

Pero considerar que, una vez determinada la creación de una "nueva moneda", que coexista con las divisas de los países que forman parte del sistema de tipos de cambio fijos, pueden quedar superados los problemas derivados de la aceptación por la totalidad de dichos países, lleva inmediatamente a analizar los problemas que deberían superarse para su creación.

1) La nueva moneda deberá tener un valor, respecto al que se establece la referencia de las restantes monedas del sistema, y que vendrá determinado por los acuerdos que se adopten sobre su creación y emisión. Este valor debe tener dos vertientes:

* A nivel interno la "moneda común" debe gozar un alto grado de estabilidad y fortaleza, evitándose con ello tensiones que irían en contra del deseo de mantenimiento del sistema de tipos de cambio fijos (la recomen-

dación de mantener su valor al nivel del de la moneda más fuerte de las existentes dentro del sistema constituye una garantía del logro de este objetivo).

* A nivel externo, en el que hemos supuesto la existencia de un alto grado de volatilidad de los tipos de cambio, la "moneda común" no debe experimentar fluctuaciones superiores a las experimentadas por las diferentes monedas nacionales, adoptando el comportamiento de una moneda "fuerte", compatible con su carácter estable dentro del sistema.

Si la "moneda común" ha tenido algún tipo de precedente, su valor vendría determinado por la experiencia derivada del mismo. Sin embargo, si dicha "moneda común" constituye la expresión inicial del referente del sistema, su valor deberá ser establecido atendiendo a parámetros comunes y representativos de la actividad económica, tanto dentro como fuera del sistema, de los distintos países que forman parte del régimen de tipos de cambio fijos. En cualquier caso, el valor que se establezca para dicha "moneda común" deberá ser sostenible en el tiempo, y compatible con la articulación de la política económica que se desee mantener, y los objetivos de la misma.

2) Para lograr el grado de estabilidad deseado, y el comportamiento como moneda "fuerte" a nivel inter-

nacional, deben establecerse normas estrictas sobre su emisión, de forma que se garantice su valor de intercambio (no contemplándose, en estos momentos, los problemas derivados de su utilización generalizada en cada uno de los países del sistema, al no considerarse, en el estadio en el que se encuentra el análisis, la transformación de esta "moneda común" en una "moneda única", que veremos posteriormente).

La creación de esta "moneda común" puede responder a emisiones autónomas, derivadas de acuerdos o normas establecidas, en función de ciertos parámetros determinados con anterioridad, o realizarse en sustitución de reservas de los países del sistema, que recibirían la "moneda común" a cambio de otras divisas que compongan sus reservas. El primer caso implica que la emisión de la "moneda común" afecta a la liquidez del sistema (tanto a nivel global como nacional), por lo que su absorción debe ir acompañada con una reducción de la propia liquidez interna, si no se desea generar tensiones inflacionistas.

3) Los problemas derivados de la emisión de esta "moneda común" llevan a considerar la necesidad de la existencia de una institución monetaria común y autónoma, diferente de los bancos centrales nacionales de cada país (aunque coordinada con ellos), y que en las diferentes opciones anteriores no se ha considerado.

La creación de esta nueva moneda implica que deberá existir un nuevo tipo de interés, determinado por una política monetaria diferente de todas las mantenidas

por las autoridades de los países que integran el mecanismo de tipos de cambio fijos ya que, aunque deba acercarse a la mantenida por el país que tenga la moneda más fuerte dentro del mismo, no ha de ser idéntica a ella, tanto más cuanto este país puede variar con el tiempo, al ser sustituido por otro.

La articulación de esta política monetaria diferenciada, y el riesgo de que consideraciones nacionales, de índole muy diferente, puedan afectar al proceso de creación y emisión de la "moneda común" aunque se lograse la total independencia de las autoridades monetarias respecto de sus respectivas autoridades políticas, parecen aconsejar la creación de una autoridad monetaria común, independiente tanto de las autoridades de los países miembros, como de las instituciones comunes que pudieran existir, encargada de la emisión de esta "moneda común", con el objetivo de mantener su valor estable, y con el grado de fortaleza deseado.

Considerados los problemas de aceptación a los que tendría que enfrentarse una moneda nacional para convertirse en la "moneda guía" del sistema de tipos de cambio fijos, superiores a los que se presentan para la adopción de una nueva moneda como "moneda común", y no dependiendo la creación de esta última más que de la voluntad de los países miembros de mantener su valor, lo que no presenta, en principio, mayor dificultad que el logro del objetivo de mantener de forma indefinida un sistema de tipos de cambio fijos, parece preferible adoptar la nueva moneda

que servirnos de alguna moneda nacional existente. La necesidad de establecer el valor de la nueva moneda no constituye un obstáculo a su implantación, y la conveniencia de crear una institución monetaria independiente, que tuviese encomendada la emisión de la misma, aunque encontraría detractores por la pérdida de soberanía de los países miembros, ante la consecuente pérdida de autonomía para articular una política monetaria propia, sería más fácilmente aceptada que en el caso de que esa misma situación se presentase, siendo otro país, y sus autoridades económicas, el que impusiesen su política monetaria a los restantes países, en función de sus propios objetivos nacionales. Sin embargo, como vimos al analizar las propuestas alternativas al "Informe Delors", en el capítulo sexto, las "condiciones" de los países para aceptar dicha "moneda común" puede suponer que su implantación no sea conveniente.

Las "cestas de monedas"

Como vimos en el capítulo séptimo, cuando analizamos la evolución "forzada" que en materia monetaria experimentó Europa hasta 1.977, la inestabilidad de los tipos de cambio, y la insuficiencia de las monedas nacionales para servir de referente estable a un sistema de tipos de cambio fijos, junto a los problemas de los patrones de tipos de cambio basados en el oro, y la inexistencia de otras mercancías capaces de servir de referente, llevan a intentar establecer otros mecanismos que sirvan de punto de referencia estable a las transacciones internacionales. Utilizar conjuntamente varias monedas (ponderando su participación atendiendo a criterios preestablecidos), de forma que se reduzca la variabilidad del conjunto mediante la compen-

sación de las variabilidades individuales de las mismas, constituye uno de mecanismo que mejores resultados ha ofrecido. A estos conjuntos ponderados de monedas, como vimos, se les denomina "bolsas de divisas", o "bolsas de monedas".

El propio sistema bancario ante la inestabilidad cambiaria ha establecido en algunas ocasiones sus propias "bolsas de divisas", a efectos de garantizar la estabilidad de las emisiones de activos. Así, la Banca Rotschil, con su European Composite Unit (EURCO), formada por porcentajes de siete monedas (el dólar canadiense, las libras esterlina e irlandesa, la lira italiana, el franco belga, el florín holandés y el marco alemán), y el Barclay's Bank, con su B-Unit, que se componía de cantidades iguales de cinco monedas (el dólar estadounidense, la libra esterlina, el marco alemán, y los francos suizos y francés), constituyen un buen ejemplo de ello.

Sin embargo, va a ser en el campo institucional público en donde se establecerán las dos "cestas de monedas" más importantes, y que todavía perduran: los Derechos Especiales de Giro (DEG), en el Fondo Monetario Internacional, y la Unidad de Cuenta Europea (ECU), en el Sistema Monetario Europeo (con sus antecedentes de la UCE, en el sistema de la "serpiente monetaria", y la UCA, en el ámbito agrícola). Será el análisis de estas dos "cestas de divisas" el que nos permita comparar este mecanismo con la implantación de una "moneda común".

Los Derechos Especiales de Giro (DEG) se crearon en el año 1.968, mediante una enmienda al Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional, como un activo de reserva que permitiese lograr una mayor liquidez internacional (al sumarse tanto al oro como a las divisas convertibles, así como a los créditos

internacionales que se instrumentaban dentro del Fondo Monetario Internacional)). Estos nuevos activos, se convirtieron en la unidad de cuenta del Fondo Monetario Internacional, en medio de pago de general aceptación (aunque condicionada en función de la asignación de los mismos durante su creación), cuyo tipo de interés (que inicialmente se situaba entre el 1 y el 2 %) es el promedio de tipos de interés de las monedas que lo componen, y también se configuraron en depósito de valor (nacido del compromiso general para su aceptación). Sin embargo, pese a todo lo anterior, los Derechos Especiales de Giro no constituían el referente del sistema monetario de Bretton Woods, que tenía al dólar como tal, dentro de un sistema de patrón cambios-oro, en el que este metal precioso actuaba como referente último.

Los Derechos Especiales de Giro se constituyeron en un activo cuyo valor se igualó al del dólar americano, sin que existiese un respaldo real del mismo (fuera del convenio alcanzado para su creación). Sin embargo, la segunda devaluación de dólar en 1.973 provocó que, al año siguiente, se abandonase la paridad de los mismos con la divisa americana y el valor de los Derechos Especiales de Giro quedase referido a una "cesta de divisas" compuesta por las monedas en las que se financiase, al menos, un 1 % del comercio internacional (por lo que la **peseta**, con un 1,02 %, formaba parte de dicha "cesta", junto a otras quince monedas que iban desde el dólar americano, con una participación del 33 %, hasta el rand sudafricano, con un 1 %, pasando por el **marco alemán**, la libra esterlina, los francos belga y francés, el yen japonés, la lira italiana, el dólar canadiense, el florín holandés, las coronas sueca, noruega y danesa, el chelín austriaco y el dólar australiano). En 1.978, la

cesta entra en crisis y dos monedas (el rand sudafricano y la corona danesa) dejan de formar parte de la "cesta", incorporándose a la misma el rigal, de Arabia Saudí, y el rial iraní. Sin embargo, las tensiones de las diferentes monedas no permiten mantener una composición tan amplia, por lo que en 1.980 la cesta de monedas se reduce a las cinco más importantes: el dólar estadounidense (con el 42 %), el marco alemán (con una participación del 19 %), la libra esterlina, el franco francés y el yen japonés (con una participación del 13 % cada una), confirmándose en 1.986 dicha composición al establecerse el Derecho Especial de Giro como la suma de 0,452 dólares, 0,527 marcos, 33,4 yenes, 1,02 francos y 0,0893 libras esterlinas (104).

El gran peso del dólar americano en este activo determina que las oscilaciones en la cotización de esta divisa se transmitan en un grado importante al valor del Derecho Especial de Giro. Siendo éste el primer problema al que debe enfrentarse un referente compuesto por una "bolsa de monedas": el de lograr la correcta ponderación de las monedas que participan en él. Previamente se puso en evidencia la dificultad de constituir una "cesta de divisas" con un número excesivo de ellas, así como la participación en la misma de monedas de poca relevancia internacional, ya que ello introduce tensiones innecesarias dentro de la misma sin que de su participación se obtenga un beneficio manifiesto. Se plantea así la segunda circunstancia que deberá tenerse en cuenta al establecer una "cesta de divisas": la elección de sus componentes. Asimismo, resulta necesario garantizar la aceptación de la "cesta" con carácter incondicional, ya que una aceptación parcial, o limitada, de la misma impide su desarrollo, y puede afectar a su estabilidad.

Ninguno de estos tres aspectos fueron resueltos totalmente al implantarse la Unidad de Cuenta Europea (ECU) en el Sistema Monetario Europeo. El marco alemán tenía un peso excesivo dentro del mismo, arrastrando al conjunto de la "cesta de divisas" en sus variaciones, las monedas que lo componían no lo fueron por su idoneidad si no por su pertenencia al sistema, y la utilización de la cesta de monedas estaba limitada, en muchas ocasiones de forma muy importante, en muchos países. Sin embargo, la ampliación de las monedas que participaban en la "cesta", a medida que se incorporaban nuevos países a la Comunidad Europea (dado que la participación en el ECU es obligatoria), y la posterior participación en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo de las mismas, y muy especialmente la incorporación de la libra esterlina en dicho mecanismo permitirían, en principio, contrarrestar este desequilibrio (aunque el efecto para la libra esterlina de su incorporación al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, intentando mantener, e incluso imponer a los demás países, una política monetaria propia diferente de la alemana, que era la que servía de directriz al sistema, no pudo tener consecuencias más negativas para la divisa británica, así como para el propio sistema, ya que se tradujo en su abandono del mismo, junto con la lira, en 1.992). Con el establecimiento de las cuantías y los pesos de las monedas se intentó establecer una ponderación correcta de todas las mismas, completándose el esquema con las reglas que, como se ha indicado en apartados anteriores, iban dirigidas a evitar, en lo posible, el efecto de "arrastre" de las monedas fuertes, ante su mayor ponderación. Por último, la aceptación del ECU en el ámbito privado, permitieron salvar el problema de su aceptación

limitada en el ámbito oficial de algunas naciones.

No obstante, la Unidad de Cuenta Europea sumaba a las funciones de unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor, la de referente del sistema, introduciendo dentro del mismo un componente respecto al cual deberían ser estimadas las oscilaciones de las divisas que participaban en él. Su valor nacía de las monedas que lo componían, y su aceptación estaba basada en un compromiso; pero a ese compromiso se sumaba el de mantener fijos los tipos de cambio entre las monedas del sistema, y servirse del valor de la "bolsa de monedas" para determinar las desviaciones que se producían. Asimismo, este referente se beneficiaba de la estabilidad que se lograra dentro del sistema, y al mismo tiempo lograba la flexibilidad suficiente para seguir al conjunto de monedas en su fluctuación respecto a las monedas que no participaban en el mismo, lo que no sería posible con un referente externo, y hacerlo en menor proporción que la variación que experimentaría aquella de ellas que más variase.

Vemos, por tanto, que la composición de la "cesta de monedas", tanto en lo que se refiere al número y calidad de las divisas que participan en ella, como a la ponderación dada a las mismas dentro del conjunto, constituyen aspectos esenciales. La participación de todas las monedas comunitarias dentro del ECU, que no dentro del mecanismo de cambios, está dirigida más a su aceptación generalizada (tanto dentro de la Comunidad como fuera de ella) que a obtener el referente idóneo para establecer un sistema de tipos de cambio fijos correcto. Sin embargo, aún con estas salvedades, una "cesta de divisas" va a ejercer su función de referente del sistema de tipos de cambio con mayor

eficiencia que una moneda individual, independientemente de que la misma sea una moneda ya existente o una creada a tal fin. No obstante lo anterior, el mantenimiento en el tiempo del sistema basado en la "cesta de monedas" de forma indefinida, introduce tensiones e incertidumbres que, tarde o temprano, afectan negativamente a su credibilidad, con lo que su aceptación se verá limitada, no permitiendo su expansión, mientras que unas monedas participantes en la misma adquieren una relevancia superior a la que tenían inicialmente, y seguramente superior a la que hubiesen logrado de no estar integradas dentro de la "cesta".

Tomando los diferentes aspectos que nos han servido como guía de elección en los apartados anteriores podemos analizar la preferencia entre las dos opciones consideradas:

- Desde el punto de vista del conocimiento del valor en cada momento del tiempo, dado que el mismo se determina mediante las cotizaciones en el mercado de cambios, resulta igualmente posible conocer el valor que adquiere la moneda individual que la "cesta de divisas", no siendo éste, por tanto, un aspecto esencial para determinar la preferencia entre ambas. La comparación entre dos situaciones diferentes en el tiempo se lograría, en ambos casos, mediante la simple observación de las cotizaciones respectivas.

Sin embargo, las variaciones individuales de las monedas nacionales, así como las medidas que deben adoptarse para reducir los efectos sesgados que pueden producirse dentro de la "cesta de divisas" (como vimos al considerar el funcionamiento del ECU como indicador de divergencia del Sistema Monetario Europeo) llevan a la conclusión de que, si

bien puede obtenerse fácilmente el valor de la "cesta" como referente, y las interrelaciones con las monedas que lo componen (especialmente dado el grado de informatización de los mercados), este conocimiento no es inmediato. Por el contrario, la utilización de una moneda permite determinar, con tal sólo conocer su valor y el de la moneda que se desea analizar, cual es la desviación existente.

- La **estabilidad**, en principio, sería mayor para el conjunto de monedas que para una moneda común, ya que las fluctuaciones serían amortiguadas, y compensadas, dentro del conjunto, y la variabilidad excesiva de una de las mismas podría absorberse sin que variase el valor exterior de la "cesta de divisas" alterando los pesos de las diferentes monedas). El ataque especulativo contra la moneda común sería más difícil de ser absorbido, por lo que deberían tomarse medidas para combatirlo, y evitar así que se viese afectada negativamente la confianza en el mantenimiento de su valor.

Ahora bien, resulta evidente que una actuación conjunta de la totalidad de los países del sistema para mantener el valor de una moneda, tanto más si existe una institución que vela por que la misma mantenga su valor, resulta más efectiva y permanente que actuaciones parciales dirigidas a estabilizar en un momento del tiempo una moneda, para de forma inmediata, una vez conseguido ésto, enfrentarse a los ataques especulativos dirigidos contra otra, y aún así esa es la actuación que sería precisa para mantener la firmeza de los cambios. Si existe la decisión de mantener es-

table la "moneda común" los mecanismos que lo hacen posible son más operativos, o al menos igual de eficaces, que los que se dirigen a mantener las paridades de las monedas nacionales respecto al valor central de la "cesta de monedas". La opción de establecer una "cesta fuerte" (formada por unas pocas monedas o estableciendo factores de corrección automáticos que impidiesen su desviación de un valor dado) entrañaría problemas aún más complejos.

A lo anterior habría que sumar los mayores efectos negativos que el abandono del sistema por parte de alguna moneda tendría en el caso del sistema basado en la "cesta de divisas" que en el sistema de "moneda común", ya que mientras que en el primer caso siempre sería preciso redefinir la composición de la "cesta", lo que podría afectar a su aceptación y estabilidad, la existencia de una "moneda común" podría absorber ese abandono, incluso, sin que fuese necesaria modificación alguna dentro del sistema, siempre que los países que permanecen en el mismo tengan el potencial suficiente para respaldar a la moneda creada, o a la moneda nacional que le sirviese de "guía".

- Lógicamente, la moneda común tendría, en principio una mayor independencia respecto a las monedas del sistema, ya que las fluctuaciones de éstas serían consideradas como desviaciones de la paridad, debiendo ser corregidas y no afectando al valor de dicha moneda común. Pero esto no tiene por qué suceder respecto a otras monedas externas al mismo, ya que los efectos de estas últimas sobre alguna de las monedas que componen la "cesta" puede verse compensado, total o parcialmente, por un efecto de carácter con-

trario, o una carencia de efecto, sobre otra u otras, monedas del sistema.

Sin embargo, es preciso no olvidar los diferentes efectos que tienen las fluctuaciones de terceras monedas sobre las divisas que componen la "cesta", que se traducen en tensiones dentro de la misma, llegando a obligar a la modificación de los tipos centrales de paridad (que afecta negativamente al objetivo de fijeza de cambios que se persigue) e, incluso, pueden llevar a alguna moneda a abandonar la disciplina cambiaria, como hemos visto en los anteriores capítulos.

- Las interrelaciones de la "bolsa de divisas" respecto a las diferentes monedas que la componen pueden ser aceptablemente conocidas y, por tanto, los efectos sesgados que se puedan producir podrán ser corregidos, si se desea, mediante normas compensadoras. Por el contrario, la implantación de una nueva moneda, que actúa junto a las monedas nacionales ya existentes, tendrá unos efectos que no pueden ser fácilmente determinados "a priori", y que probablemente serán diferentes respecto a las distintas monedas del sistema, no pudiendo adoptarse medidas correctoras que hagan más homogéneos dichos efectos al no conocer de forma exacta, o lo bastante perfecta, como son los mismos. Cualquier medida que se adopte podría ser contraproducente, y afectar negativamente a las monedas nacionales e, incluso, a la moneda común. La implantación de una moneda nacional como "moneda-guía" implicaría un cambio en el papel de la misma que afectaría a todas las demás, y

alteraría las estructuras de oferta y demanda de esa propia moneda, pudiendo hacerla perder algunas de las cualidades que sirvieron para su elección como tal. Asimismo, resultaría dificultoso lograr que sus efectos fuesen homogéneos sobre todas las monedas, al verse las mismas afectadas de diferente forma, en función de su propia relevancia, hasta esos instantes, y de que la moneda utilizada como "común" fuese, o no, utilizada de forma habitual por el país en cuestión.

El efecto sobre la liquidez del sistema, y su diferente influencia en cada una de las economías (en función entre otras razones del comportamiento de las diferentes monedas nacionales) también podría ser esgrimido en contra de la adopción de una "moneda común" frente a la adopción de una "cesta de divisas" como referente, tanto más por los nocivos efectos que tienen las tensiones inflacionistas sobre las economías, y su desigual influencia en las mismas, como vemos en los primeros capítulos del presente trabajo doctoral.

Ambos aspectos perderían relevancia en un proceso en el que la implantación de una "moneda común" fuese tan sólo un estadio intermedio en el camino de la implantación de una "moneda única", ya que permitiría detectar los efectos adversos de la nueva moneda y corregirlos previamente a la sustitución de las monedas nacionales. Sin embargo, como ya se indicó, este aspecto tuvo su reflejo en el Plan Dehors, en el que se desechaba la idea de una "moneda paralela" emitida conjuntamente con las monedas nacionales, e iniciando un proceso de "expulsión" de las mismas, ya

que la amenaza a la estabilidad de precios que ello lleva aparejado, junto a la posibilidad de aumentar la dificultad para coordinar las políticas monetarias nacionales, necesarias para avanzar en el proceso de unión monetaria y económica, lo hacían desaconsejable, siendo preferible dar directamente el paso hacia la moneda única.

- Desde el punto de vista del ámbito en el que se desea lograr la estabilidad de los cambios, la utilización de una "moneda común" como referente, o de una "cesta de divisas", se ve afectada por la dificultad de la aceptación que tendrían ambas opciones a medida que se incrementa el número de países participantes, así como por la mayor complejidad en la instrumentación del sistema que se deriva del mismo, y del mayor riesgo de abandono del sistema por parte de alguno de ellos.

Aunque, en principio, siempre resulta más fácil implantar un sistema en el que participa, en mayor o menor medida, la propia moneda, que otro que supone aceptar la moneda de un país extranjero, o una moneda cuya emisión quede fuera del ámbito de actuación de las autoridades económicas y monetarias del propio país, mantener un sistema basado en la formación de una "cesta de divisas" exige una constante coordinación de las medidas que afectan directamente a los cambios, así como una vigilancia global de aquellas medidas que los afectan indirectamente, lo que resulta difícil de mantener en el tiempo, aumentando dicha dificultad de forma notable cuando se intenta la ampliación del sistema a nuevos países, ya que la toma de decisiones se hará más compleja (sin tener en cuenta los pro-

blemas que se generan por las diferencias que pudieran existir respecto a las distintas situaciones económicas de los nuevos países en relación con los que ya pertenecen al sistema).

Asimismo, el incremento del número de países participantes en el sistema de tipos de cambio fijos aumenta la posibilidad de que alguno de ellos, en un momento dado, se vea forzado, o considere conveniente, abandonarlo. Como se intenta dejar patente en el siguiente apartado, dados los diferentes efectos que tendría ese abandono, según se hubiese implantado una "cesta de divisas" o una "moneda común", siendo menos desfavorables en este último caso, la implantación de un sistema basado en una "moneda común" va a permitir su ampliación con menores riesgos para su estabilidad y permanencia en el tiempo que si se centra en una "cesta de monedas".

A la vista de las razones anteriormente expuestas, en lo relativo a las interrelaciones de la "moneda común" respecto a las monedas nacionales, un sistema de tipos de cambio fijos centrado en una "cesta de divisas" parece preferible a aquellos basados en una "moneda común", debido al desconocimiento de los efectos ciertos que la implantación de la "nueva moneda" puede tener sobre el conjunto de la economía y cada una de las economías nacionales, y en particular por los efectos negativos que sobre la liquidez del sistema podrían presentarse, agravando los problemas inflacionarios y dificultando la necesaria convergencia de las políticas monetarias. En cambio, los restantes argumentos parecen recomendar que sea una "moneda común" el re-

ferente del sistema ya que ello permitiría obtener un valor más preciso del mismo, independiente en mayor medida que la "cesta de divisas" del valor de las monedas nacionales de los países que forman parte del sistema, y lograr una mayor estabilidad del mismo, evitando tensiones cambiarias internas que se pudiesen traducir en modificaciones de las paridades internas (atendiendo contra el objetivo que se persigue), o en el abandono del sistema por parte de alguna de las monedas participantes en el mismo, teniendo ésto un efecto negativo que será, probablemente, mayor en el caso de existir una "cesta de divisas" que si se establece una "moneda común". A ello, se sumaría la dificultad de expandir el sistema basado en una "cesta de monedas" sin que la mayor complejidad en la toma de decisiones comunes se traduzca en mayores riesgos para su permanencia en el tiempo, o su credibilidad.

Por lo tanto, resulta preciso analizar los efectos previsibles de la implantación de una "moneda común" sobre las economías nacionales, así como sobre el conjunto de la economía del sistema, y establecer si de su existencia se deduce la improcedencia de su implantación o si, por el contrario, los beneficios que de la misma se deriven superan los efectos negativos, y es posible compensar parte de estos últimos mediante la articulación de medidas de política económica compatibles con el fin deseado de la estabilidad cambiaria. Para ello, deberemos centrarnos en los dos aspectos principales que se ven afectados por la implantación de la "nueva moneda": los Estados nacionales, como emisores de las monedas nacionales; y la actividad de la moneda dentro de la economía.

Efectos sobre las funciones del Estado

Como ya hemos visto en capítulos anteriores, el Estado se constituye en el emisor de la moneda del país, influyendo en el nivel de liquidez de la economía mediante dicha emisión de moneda y la articulación de medidas de política económica dirigidas a regular la cantidad de dinero existente en la misma, bien directamente, o bien influyendo en el precio que se paga por el mismo, el tipo de interés. Todo ello, para obtener los objetivos de política económica deseables y, en particular, la estabilidad de precios dentro de un marco de crecimiento sostenido de la economía, que permita su desarrollo. Para poder alcanzar sus objetivos de política económica el Estado debe realizar una serie de gastos, de mayor o menor importancia y cuantía, que se deben financiar mediante detracciones de renta al resto de los agentes económicos mediante la recaudación de tributos (o bien mediante la obtención de otros ingresos públicos de menor importancia), bien en el mismo período en que dichos gastos se realizan, o bien en períodos posteriores. En este último caso el Estado debe emitir Deuda Pública, que devengará unos intereses, y cuyo principal deberá ser reintegrado en un futuro más o menos próximo a quienes la suscriban. De no obtener suficientes ingresos para hacer frente a los gastos que se desea realizar, de llevarse a cabo los mismos (sin disminuir en igual cuantía otros) su financiación se llevará a cabo mediante la emisión de moneda, en lo que se conoce como "señoraje". Es precisamente la exclusividad en la emisión de moneda la que va a permitir a los Estados financiar sus gastos mediante la misma. Asimismo, su capacidad de endeudarse afecta a la estructura de tipos de interés de la economía. Sin embargo, como ya se indicó ambas

formas de financiación de los gastos públicos tienen efectos sobre la economía: la "monetización del gasto" se traduce, con mayor rapidez de la deseada, en incrementos inflacionarios, como consecuencia de la pérdida de valor del dinero emitido; el endeudamiento excesivo y persistente tiene su reflejo en una elevación de los tipos de interés que afectan negativamente a la inversión real de la economía y, con ello, a su crecimiento. No obstante, estos efectos negativos que pueden presentarse, a través de su instrumentación se pueden alcanzar en un determinado periodo objetivos de política económica, o hacer frente a dificultades coyunturales, que no sería posible afrontar de no disponer de los mismos, ya que en este caso habría que sacrificar otros objetivos igualmente deseables para lograrlos. Por lo tanto, una utilización "racional" de estos mecanismos se podría considerar como deseable, pero la dificultad radica en determinar los términos de dicha "racionalidad" en su utilización.

Los Estados, por tanto, deben establecer unos tipos de interés o unos niveles para la oferta monetaria, compatibles con los objetivos económicos que desean alcanzar, es decir, determinan las bases de la denominada política monetaria. Si renuncian, total o parcialmente, a la exclusividad de emisión de moneda están renunciando a articular una política monetaria independiente y, con ello, a la posibilidad de financiar sus gastos mediante el "señoraje", o a establecer un sistema de tasas de interés que estén determinadas por el "servicio de la deuda pública", que es la "pérdida de soberanía" que se esgrime siempre que se discute el problema de la implantación de una unión monetaria. Las posibilidades de actuación de las autoridades económicas quedan restringidas a la utilización de políticas fis-

cales que, a su vez, estarán limitadas por la necesidad de evitar los déficits públicos ante la imposibilidad de utilizar la política monetaria para financiarlos. Esta cesión de soberanía será menos aceptable para el país que renuncia a ella de ser otro Estado el receptor de la misma, ya que en este caso primaría la solución de los problemas de éste último sobre la actuación para solventar los del país cedente. De cederse esta soberanía en un organismo común podría pensarse que la renuncia fuese más fácil pero, bien la existencia de un país "dominante", que reprodujese la situación anterior pero amparada en una cobertura global, o el mantenimiento hasta ese momento por parte del país cedente de una política monetaria contraria, o diferente, a la mantenida por la mayoría de los restantes países hacen que se puedan presentar, de igual forma que en el caso anterior, reparos a la "pérdida de soberanía".

Sin embargo, en todo este análisis estamos suponiendo que se desea establecer un sistema de tipos de cambio fijos, en un contexto de libertad de movimientos de capitales. En estas condiciones la única política monetaria que puede mantenerse en el tiempo es la desarrollada por la totalidad de los países que forman parte del sistema, ya que cualquier medida de carácter nacional que no sea compatible con la misma se traducirá en movimientos de capitales que obligarán a llevar a cabo actuaciones de signo contrario para evitar una alteración en la paridad de los tipos de cambio. Asimismo, el resto de las políticas económicas que se lleven a cabo deberán ser compatibles con la política monetaria conjunta, ya que de lo contrario se producirían desajustes presupuestarios que se traducirían en modificaciones de los tipos de interés, y con ello en flujos correctores.

res de capitales. Por lo tanto, que un Estado que desee mantener una política monetaria autónoma sólo puede deberse a alguna de estas dos causas:

* O desea imponer su política monetaria a la totalidad de los países del sistema, lo cual no tiene por que ser asumido sin ninguna contraprestación por los demás países ni aún en el caso de que se adoptase como "moneda única" la del país en cuestión.

* O no existe intención de mantener alguno de los compromisos de forma permanente, bien el relativo al mantenimiento de los tipos de cambio, o bien la libertad de movimientos de capitales. No obstante, el país participa en el sistema en tanto obtenga beneficios del mismo.

Por lo tanto, vemos que la cesión de soberanía que se alza como argumento en contra de la implantación de una "moneda común" (y mucho más cuando se plantea la creación de una "moneda única"), se deriva del compromiso de establecer un sistema de tipos de cambio fijos en un contexto de libertad de movimientos de capitales, por lo que la misma se produce de hecho aunque la "moneda común" no se implante. Son otras cuestiones las que van a determinar el rechazo a la implantación de la moneda, como el "prestigio nacional", que en épocas pasadas se presentaba siempre en el momento de tener que llevar a cabo una devaluación, o de "chauvinismo económico", en el que lo nacional debe primar sobre todo lo que venga del exterior, o simplemente de "egoísmo

nacional", en el que cualquier medida que precise la aquiescencia de las autoridades nacionales debe representar más beneficio propio que ajeno, y siempre que sea posible sin coste nacional, a expensas de los demás países (lo que ha llevado a la Comunidad Europea a establecer los acuerdos en función de los objetivos parciales de cada país, de forma que se apoyan las propuestas de otros países en función de que éstos apoyen, a su vez, las presentadas por el propio, sin considerar la bondad para el conjunto del sistema de las decisiones adoptadas). La participación de la moneda nacional dentro de la "bolsa de monedas" se considera como un "mal necesario", si bien se evita dentro de lo posible participar de forma activa y vinculante en los mecanismos cambiarios, mientras que se intenta que la propia moneda influya en las restantes para que, si es posible, las autoridades emisoras de éstas asuman la política monetaria propia, utilizando la libertad de movimientos de capitales no para lograr una asignación óptima de los recursos financieros, como sería deseable, si no para facilitar las condiciones que permitan lograr esta posición de ventaja.

Si la participación en la "cesta de monedas" fuese realmente dirigida a lograr una estabilidad en los cambios, imponiendo actuaciones a los países que en ella participan de forma que se garantizase este objetivo, no existiría ninguna ventaja de este sistema sobre la implantación de una moneda común, y los riesgos del abandono y de la generación de tensiones entre las monedas que componen la "cesta" serían aspectos que no tendrían un efecto tan negativo de implantarse dicha moneda común.

Si el objetivo es mantener a la economía en un sistema de tipos de cambio parcialmente fijos, de paridad ajustable, indu-

dablemente la utilización de una "cesta de monedas" es más flexible, y la implantación de una "moneda común" no es el sistema adecuado. No obstante, el establecimiento de un mercado único, con diferentes monedas, tarde o temprano (y por desgracia, más bien temprano) da ventaja a unos países respecto a otros, por el mero hecho de la moneda utilizada, introduciendo divergencias, y generando problemas de confianza (e incluso de escasez de alguna moneda), que atentan al mantenimiento estable de los tipos de cambio. Si al mercado único se le suma la libertad de movimientos de capital, las tensiones que pueden generarse van a presentarse de forma inmediata, y las oscilaciones que pueden experimentar los tipos de cambio, y los costes inútiles en que se incurriría para mantenerlos, aconsejarían a alguna autoridades que su moneda abandonase la "cesta", y ligase su cambio a algún otro referente, el cual a su vez sufriría las tensiones de esta situación. Unido todo ello a las ineficiencias derivadas de la existencia de diferentes monedas en un mercado único, mantener una "cesta de monedas" como opción frente a la implantación de una "moneda común" en la que poder efectuar las transacciones en dicho "mercado único" no puede respaldarse con tan sólo planteamientos basados en la "pérdida de soberanía" de los Estados.

Efectos sobre la economía

Si la emisión de una nueva moneda tiene importantes efectos sobre la actuación de los emisores de las monedas nacionales ya existentes, igualmente tendrá efectos sobre el ámbito económico en que los mismos actúan. La creación de esta nueva moneda viene a introducir en la economía un nuevo activo, de liquidez ab-

soluta, con un esquema de tipos de interés, según los plazos y niveles de riesgo, y un tipo de cambio respecto a cada una de las monedas existentes. Su presencia en la economía supone que, de no alterarse la cantidad de las restantes monedas, se incrementa la liquidez del sistema, lo que supondría un estímulo al desarrollo de un proceso inflacionario, yendo en detrimento de la estabilidad que se desea alcanzar, y poniendo en peligro el objetivo de fijar los tipos de cambio dentro de la zona de estabilización, por las tensiones que se generarían en los tipos de interés y entre los cambios bilaterales de las monedas existentes, ante los diferentes efectos que dicho proceso inflacionista tendría en cada uno de los países (a lo cual habría que sumar los diferentes efectos en el sector real de la economía, que se traducirían en dificultades para lograr la convergencia necesaria para obtener un sistema estable). Para evitarlo debería restringirse la emisión de las monedas nacionales en igual porcentaje que la liquidez que se crea mediante la emisión de la nueva moneda.

La articulación de todo lo anterior exige, si se desea lograr un sistema eficiente y eficaz, la creación de una institución monetaria, que vele por los objetivos de estabilidad de precios no sólo a nivel nacional, si no también en el ámbito del sistema, mediante la articulación de los tipos de interés y la oferta monetaria global, sirviéndose para ello de las potestades de emisión de la "moneda común", con total independencia tanto respecto a las autoridades de los Estados miembros como de las propias autoridades supranacionales que pudieran establecerse.

Mientras que en el apartado dedicado a la "moneda única" la

conclusión a la que se llegará es que dicha institución monetaria debe tener la consideración de un "banco central único", en el estadio de una "moneda común", basta con que se garantice la total autonomía de dicha institución pudiendo participar en el mismo las autoridades monetarias de los diferentes Estados, ya que ello permite articular la emisión de la "moneda común", con las emisiones de las monedas nacionales que todavía persisten. Dicha institución dirigirá sus actuaciones a garantizar el valor de la "moneda común", vigilando su oferta y regulando su tipo de interés dentro de los mercados, en aras de lograr los objetivos de inflación predeterminados, cooperando al desarrollo de otras políticas económicas, nacionales o supranacionales, compatibles con la política monetaria que ella realiza.

El valor de la "moneda común" se determina en el mercado, así como su tipo de interés, siendo respaldado por la totalidad de los países del sistema, si bien la autoridad monetaria debe garantizar su valor "interno" respecto a las restantes monedas nacionales, lo que supone que sus decisiones afecten directamente a las economías nacionales. Por esta razón, el problema de la liquidez del sistema debe quedar claramente salvado ya en las normas de creación de la "nueva moneda": su aceptación debe ser incondicional por parte de los países miembros, si bien su emisión debe verse condicionada mediante parámetros objetivos que permitan no aumentar la liquidez del sistema así como la absorción por los países participantes en el mismo, pero siempre atendiendo a que su creación debe ser continua, respondiendo a parámetros objetivos, y tener una expresión material, que permita su uso por los diferentes agentes económicos (evitándose así que se transforme en un mero activo de reserva sin

utilidad en la economía doméstica, como sucedió con los Derechos Especiales de Giro del Fondo Monetario Internacional). Para lograrlo, tras una asignación inicial de los mismos, mediante su intercambio por reservas de los países participantes en el sistema, su creación vendrá determinada por su aceptación y su utilización incondicionales por todos los países, y dirigida al mantenimiento de su valor externo dentro del comportamiento de una "moneda fuerte" (lo que se podría lograr adoptando medidas para mantener su valor al nivel del correspondiente a la moneda más fuerte de las existentes dentro del sistema, si bien ello podría traducirse en problemas para su emisión, que debían ser tenidas en cuenta para garantizar su utilización efectiva). Asimismo, su creación debería tender a reducir, o eliminar, las tensiones inflacionistas en su ámbito de actuación, teniendo a nivel interno un alto grado de estabilidad y fortaleza, evitando tensiones que pudiesen negativamente al objetivo de mantener un sistema de tipos de cambio fijos. Sólo la adecuada combinación de emisiones autónomas, derivadas de los acuerdos y normas establecidas, en función de ciertos parámetros determinados con anterioridad, y de emisiones derivadas de la sustitución de reservas de los países del sistema y, por tanto, de la sustitución de las propias monedas nacionales, permitiría el normal desarrollo de la nueva moneda. Aceptar que ésta es la única fórmula para implantar realmente la "moneda común", y no generar tensiones inflacionistas, dentro de un contexto de tipos de cambio fijos y libertad de movimientos de capitales, supone aceptar que la instauración de dicha moneda común es tan sólo una etapa hacia una "moneda única". Otras alternativas, o bien pondrían en peligro el objetivo de reducir la inflación, o

imposibilitarian fijar los tipos de cambio, o bien reducirían a la nueva moneda a una simple unidad de cuenta.

Si suponemos que realmente se quieren alcanzar los dos objetivos citados de estabilidad de cambios y de precios, en el contexto de libertad de movimientos de capitales, no resultaría conveniente el mantenimiento indefinido de una "cesta de monedas" ya que las tensiones cambiarias entre las monedas que la forman irían en aumento en cuanto se presentase alguna dificultad para lograr la convergencia entre las políticas económicas que tal situación exige, obligando a destinar volúmenes importantes de flujos financieros para reducir esas tensiones cambiarias. En esta situación de incertidumbre, las medidas dirigidas a reducir la inflación serían menos eficaces, al mismo tiempo que se introducen rigideces a la baja en los tipos de interés que no tienen su traducción en una menor inflación por tener su causa en el lado financiero de la economía, y no en el real, de forma que sus efectos se pierden en operaciones monetarias y cambiarias. Todo ello, como resulta lógico, impide no sólo desarrollar una política monetaria autónoma, si no también una política monetaria coherente con los objetivos que se desea alcanzar, ya que no se produce una respuesta inmediata ni total a las medidas adoptadas, perdiéndose gran parte de su eficacia en movimientos de capital meramente especulativos, como vemos en el capítulo anterior al analizar la crisis del Sistema Monetario Europeo de 1.992.

La utilización de una "cesta fuerte de divisas", en la que sólo participasen las monedas más estables del sistema tendría, a mi modo de ver, un efecto de polarización del problema, en el que se materializarían ataques especulativos contra una de las

monedas, reforzando otras. Traduciéndose, tal vez en menos tiempo que si se mantiene la "cesta global", en la imposibilidad de sostener a la "moneda débil", y sin que ello impida que existan ataques especulativos contra las monedas de los países que no participen en la "cesta", ya que ellos deberán fijar su tipo de cambio respecto a la misma de todos modos, si se desea que participen de los beneficios de estabilidad que se persigue, ya que de otro modo lo que sucedería es que los mismos van a quedar al margen del proceso, en su totalidad. No existe evidencia, por tanto, de que los problemas de tensiones cambiarias entre las monedas que componen la "cesta" no se produzcan por formarla con "monedas fuertes", y seguramente sería inevitable que la polarización indicada se tradujese en la aparición de entre las mismas de una "moneda-guía", si bien con la posibilidad de que la pérdida de confianza en las otras monedas del sistema que hasta entonces se consideraban "fuertes" fuese ya irremediable.

Además, los países cuyas monedas no se integrasen en la nueva "cesta de divisas" verían limitada de hecho (aunque se intentase que no fuese de derecho), su total participación en todos los mecanismos del sistema, restringiendo de cierto modo su "soberanía", tanto o más que la "cesión" que hubiesen tenido que realizar al implantar una "moneda común", y sin garantía de que las actuaciones que se derivasen del correcto funcionamiento de la "cesta fuerte de divisas" se concretasen en ventajas de estabilidad por encima de la que se lograría de pertenecer a la "cesta" su propia moneda. Por lo que, ya la determinación de que monedas tendrían que formar parte de la nueva "cesta fuerte de divisas", y cuales serían las actuaciones de las monedas que

quedasen fuera de la misma, presenta dificultades mayores que las generadas por la implantación de una "moneda común".

La preferencia entre una "moneda común" y una "moneda única"

En el apartado anterior se ha planteado que la implantación de una "moneda común" entre países que desean establecer un sistema de tipos de cambio fijos, en el contexto de libertad de movimientos de capitales, es preferible al establecimiento de un referente basado en la creación de una "cesta de monedas", al evitarse tensiones cambiarias dentro de la misma que se sumarían a las que, como consecuencia del deseo de mantener fijas las paridades bilaterales, existirán siempre en un sistema con este objetivo. Pero principalmente, por el hecho de que dichas tensiones entrañan tanto un elevado riesgo de variabilidad de las paridades bilaterales, atentando contra el objetivo que se desea alcanzar, como de abandono por parte de alguna de las monedas de la "cesta de divisas", siendo éste último efecto relevante para determinar la superioridad de la "moneda común" respecto a dicha "cesta de monedas", sobretodo si el riesgo de un incremento de la liquidez en el sistema, que aquélla supone, y la pérdida de los ingresos del "señoraje" que lleva aparejado, puede controlarse mediante acuerdos sobre su emisión.

Pero la implantación de una "moneda común" puede realizarse bien con un carácter de **permanencia**, en el que dicha moneda se constituya en una moneda más del sistema, cuya utilización en cada país no difiera de la que tienen otras divisas de los países que pertenecen al sistema, es decir, no compita con las monedas nacionales en el ámbito doméstico; o bien, con un carácter de **provisionalidad**, como tal moneda común, al pretender alcanzar la consideración de "moneda única" del sistema, para lo

cual debe poder ser utilizada dentro de cada país en igualdad de condiciones que la moneda nacional, y en el ámbito internacional gozar de total e incondicional aceptación, al igual que las restantes divisas del sistema, por contar con el respaldo de los países emisores de las mismas, constituyéndose entonces en una mera etapa intermedia hacia la unidad monetaria, y presuponiendo implícitamente, por tanto, que esta última situación es superior, y preferible, a la mantenida provisionalmente. El análisis de la "moneda común" como etapa intermedia para el logro de la unión monetaria será analizado con posterioridad, correspondiendo ahora llevar a cabo la comparación entre la implantación de una "moneda común" en un sistema de tipos de cambio fijos, con carácter de permanencia, y el establecimiento de una unión monetaria, en el que la existencia de una "moneda única", que sustituya a las monedas nacionales, sea la que determine la estabilidad interna del sistema. Para ello recurriremos nuevamente a los argumentos utilizados hasta el momento en nuestro análisis, es decir, la posibilidad de establecer con facilidad su valor en cada momento del tiempo, de forma que los agentes económicos puedan servirse de él como una "señal" válida de la situación de los mercados; su grado de estabilidad, que facilite el logro de establecer una zona de estabilización dentro del área formada por los países del sistema, con lo que se reduzcan al mínimo las incertidumbres y las políticas económicas sean más efectivas; su grado de independencia respecto a las monedas nacionales, que impida que actuaciones sobre la divisa de un país tenga efectos relevantes en el referente común a todas ellas; la posibilidad de conocer las interrelaciones existentes entre la misma y las monedas nacionales, e incluso

las divisas externas al sistema, que permitan tomar medidas dirigidas a compensar los efectos adversos de cualquier actuación monetaria; y por último, la influencia del ámbito de la zona de estabilización respecto a la preferencia de una u otra opción, como consecuencia de los efectos adversos que una ampliación del mismo pueda tener sobre su sostenimiento en el tiempo. A lo anterior se sumará el análisis de los posibles efectos sobre la liquidez del sistema y los "derechos de señoría", que analizamos al introducir la "moneda común".

- El **valor** de ambas monedas en cada momento será determinado de forma similar, al venir dado por el mercado de divisas, si bien existe una diferencia esencial entre las dos: la "moneda única" no puede ser definida respecto a las monedas nacionales de los países del sistema, ya que estas no existirán. Respecto a las monedas de los países que no participan en el sistema de tipos de cambio fijos, en el caso de la "moneda común", o en la unión monetaria, si suponemos la existencia de una "moneda única", el mercado de cambios nos proporcionará su valor, no existiendo ninguna norma, en principio, que determine cual ha de ser el mismo, ni el régimen que se desee adoptar (aunque si se está partiendo de la idea de que no existe otro referente estable a nivel internacional, el sistema de tipos de cambio previsible sería el de flotación, bien libre o controlada).

Así pues, la existencia de una única moneda dentro de la zona de estabilidad entraña una ventaja indudable para los agentes económicos, al no serles preciso tener en cuenta

más que un tipo de cambio por cada moneda exterior. A cambio, sólo podrán operar en una moneda, si bien la existencia de un sistema de tipos de cambio fijos no debería permitir la presencia de beneficios derivados de los cambios de las divisas del sistema, por lo que la utilización de una u otra moneda no debiera proporcionar, de cumplirse el objetivo de fijación de los tipos, ventaja adicional alguna.

Asimismo, con la implantación de una "moneda única", desaparecerían los problemas derivados de establecer, y lo que resulta más difícil, mantener, un comportamiento de "divisa fuerte" para la "moneda común", para facilitar su aceptación. El comportamiento de la "moneda única" vendrá determinado por la situación económica del conjunto de los países que forman parte de la unión monetaria, y la libertad de movimientos de capitales podrá ser articulada con una política monetaria común, sin la restricción de mantener fijos los cambios internos.

- La **estabilidad** dentro de la zona de estabilización sería mayor con la existencia de una "moneda única", ya que no existiría la posibilidad de fluctuaciones cambiarias, y con ello los desequilibrios económicos que se presenten no tendrán un efecto diferenciado en cada una de las monedas nacionales, si no un efecto único, frente al exterior, en la única moneda existente. No obstante, los ajustes necesarios para corregir dichos desequilibrios no podrán ser articulados mediante políticas monetarias autónomas, por lo que se deberán articular medidas de política presupuestaria, o estructurales, dirigidas a hacer desaparecer las

causas de los mismos, teniendo dichas políticas una mayor efectividad, en principio, al no perderse en efectos monetarios.

El comportamiento de la "moneda única" debería estar situado, en principio, en un estadio intermedio al que tendrían las monedas nacionales preexistentes, quedando respaldado el mismo por la economía de la zona de estabilización en su conjunto, y no siendo necesario dar a la misma una estabilidad cambiaria mayor que la que aconsejase el marco internacional. Dado que la "moneda única" estaría respaldada por la totalidad de los países del área en su conjunto, no existiendo otras monedas que representasen a los mismos, su aceptación internacional vendría dada por el propio deseo de seguir manteniendo relaciones comerciales con estos países, por lo que no sería necesario que la nueva divisa tuviese ningún apoyo adicional, diferente del que determinase el mercado de cambios internacional, con lo que se podría lograr una mayor eficacia en la distribución de los recursos financieros.

Los ataques especulativos contra la "moneda única" no tendrían razón de ser, ya que no es preciso que mantenga su valor respecto a ninguna otra moneda internacional, ni ningún "patrón" cambiario. Ahora bien, si se determinase fijar el mismo en relación con algún referente internacional, y esta medida se intentase seguir manteniendo las monedas nacionales junto a una "moneda común", combatir los ataques especulativos contra una sola moneda resulta más eficaz que si la economía en su conjunto tiene que enfrentarse a continuos ataques sucesivos a diferentes monedas,

cuyos efectos y respuestas ante los mismos son muy heterogéneos dentro de cada país. En mayor medida, los ataques especulativos serán especialmente nocivos cuando se desea que una moneda tenga el comportamiento de divisa "fuerte", y se utilice una moneda nacional, respecto a la que no puede devaluarse, como contrapartida del mismo.

Como último aspecto que contribuye a la mayor estabilidad de la "unión monetaria" frente al sistema de tipos de cambio fijos, con "moneda común", hay que destacar que dentro de la misma el abandono de algún país presenta especiales dificultades que lo hacen desaconsejable, en particular por los costes, reales y "psicológicos", que tal medida lleva aparejados, y que da a la "unión monetaria" un carácter de irreversibilidad que no tienen los sistemas que hemos considerado con anterioridad. Asimismo, el abandono de la unión monetaria de uno de los países, salvo que su relevancia fuese muy superior a la de los países que siguiesen formando parte de la misma, no tendría por que tener efectos esenciales sobre la misma (y aún en el caso de que el país que abandonase la unión monetaria fuese el más relevante de los que la formaban, los restantes países podrían mantener aquella con tan sólo refinar el valor de la "moneda única" para que resultase sostenible, y acorde a las condiciones económicas del nuevo conjunto, beneficiándose de la estructura monetaria ya existente. La aceptación de la nueva "moneda única", o mejor dicho, de su nuevo valor sería más fácil que la implantación de nuevas monedas nacionales.

- La independencia de la "moneda única" y sus interrelaciones respecto a las diferentes monedas del sistema no procede ser comentada, al haber desaparecido las monedas nacionales, por lo que ya no es posible que se produzcan desviaciones respecto a ninguna paridad interna, ni que se presenten efectos discriminatorios en el ámbito monetario.

No obstante, la implantación de la "moneda única" sí va a tener efectos sesgados en los diferentes mercados y países, como consecuencia de los diferentes puntos de partida de las economías de los países que forman la unión monetaria. Por ello resulta necesario complementar esta medida en el campo monetario con un esquema de convergencia económica, que acerque las posiciones de los diferentes países, junto a una coordinación de las políticas económicas, para que las medidas adoptadas sean compatibles con la política monetaria común, y dirigir parte de esas medidas a corregir esos efectos discriminatorios que pudieran darse.

Dentro de los posibles efectos que pueden presentarse, y que no resulta fácil determinar "a priori", es preciso hacer referencia (como ya sucedió al introducir el análisis sobre la "moneda común") a los relativos a la liquidez del sistema y al problema de los "derechos de señoría" de los Estados miembros. Respecto al **efecto sobre la liquidez del sistema**, y su diferente influencia en cada una de las economías, la "moneda única" presenta la ventaja sobre la "moneda común" de que al sustituir a las monedas nacionales no tiene por qué producirse (de hacerse correctamente la sustitución) un incremento en la liquidez del sistema,

y su emisión posterior vendrá determinada por el comportamiento de la economía, realizándose en atención al logro de los objetivos de estabilidad de precios, en el marco de un crecimiento sostenido y estable de la economía. Por lo tanto, el problema al que habrá que hacer frente es el de determinar el **montante de emisión** de la "moneda única" necesario para sustituir a las monedas nacionales en circulación y, por tanto, los **tipos de cambio** a los que se debe realizar la misma. La **forma** en que se lleva a cabo la sustitución de las monedas nacionales por la "moneda única", concretando si debe ser instantánea o paulatina, así como el **momento** en que la misma debe ser realizada, constituyen el contenido de los próximos apartados. Respecto al volumen de emisión necesario para sustituir las monedas nacionales por la "moneda única", y el tipo de cambio para cada una de las monedas, que determina dicho volumen, la existencia previa de una "cesta de monedas", o una "moneda común" constituirá un punto de partida esencial para que el intercambio se realice en los términos más cercanos a la realidad que sea posible. La ausencia de estas experiencias hacen que otros aspectos, diferentes de los económicos, adquieran importancia, y se lleve a cabo el intercambio a un tipo que no refleja la realidad económica de los países del sistema, lo que tiene efectos muy negativos para el desarrollo futuro de la unión monetaria (y la unión monetaria, con la implantación del marco alemán en la zona oriental, resulta un claro ejemplo de este problema).

Por lo que se refiere a la influencia sobre los "dere-

chos de señoría" de los Estados resulta preciso resaltar que los mismos siguen existiendo, en mayor o menor medida, como consecuencia de la emisión de la "moneda única" por parte de la institución monetaria encargada de llevarla a cabo, por lo que el problema se restringe a lograr un reparto de dichos ingresos, lo cual podría llevarse a cabo atendiendo a parámetros objetivos como la participación de cada país en el comercio internacional, ponderado por los ratios de variación que haya experimentado el mismo en el último periodo.

-- Desde el punto de vista del ámbito en el que se desea lograr la estabilidad de los cambios, la implantación de una "moneda única" no presenta, en principio, problemas adicionales a los existentes con la utilización de una "moneda común". El aumento del número de países que se sumen a la unión monetaria incrementa la complejidad en articular políticas comunes, o compatibles, para el conjunto, lo que podría traducirse en un mayor riesgo para el abandono de dicha unión, por parte algún país que se crea perjudicado. No obstante, los beneficios derivados de las economías de escala que presenta la unión monetaria, hacen improbable esta posible decisión por causas económicas, debiendo ser otros los aspectos que, una vez adoptada la decisión de incorporarse a la unión monetaria (y hacer frente a los sacrificios sociales y económicos que ello conlleva) pudiesen determinar dicho abandono. Aún de llevarse a cabo el mismo, como ya se ha indicado anteriormente, el efecto para la unión monetaria en su conjunto no tiene por que ser relevante (y lo será tanto menos cuanto

más países pertenezcan a la misma, y menor el número y la relevancia internacional de los países que la abandonen).

Vemos, por tanto, que la creación de una unión monetaria, en la que una "moneda única" sustituya a las monedas nacionales, presenta iguales ventajas que el establecimiento estricto de un sistema de tipos de cambio fijos, en el que coexista una "moneda común" junto a las monedas nacionales de los países de la zona de estabilización. La eliminación de posibles efectos adversos entre dicha "moneda común" y las monedas nacionales, y la posibilidad de su implantación sin afectar a la liquidez del sistema (y con ello, sin inducir tensiones inflacionistas en la economía) hacen preferible el establecimiento de la unión monetaria sobre el sistema de tipos de cambio fijos con "moneda común".

Sin embargo, el carácter de irreversibilidad que lleva aparejado la creación de una unión monetaria, y los costes tanto de carácter económico como socio-político que exige en las primeras etapas de su funcionamiento, hasta lograr una armonización de las economías nacionales dentro del conjunto, lleva a plantear fuertes reparos a su adopción, ya que la "cesión de soberanía" que ello supone, con renuncia a desarrollar una política monetaria autónoma, al condicionar la propia política económica nacional a objetivos supranacionales cuyo beneficio directo no siempre es apreciable, y permitir que un órgano externo al país, totalmente autónomo, fije las condiciones que han de regir la emisión de la moneda que se deba utilizar, no puede ser fácilmente aceptado si, ya desde el momento en que debe ser tomada la decisión, se conoce que cualquier intento de

abandonar dicha unión monetaria, una vez llevada a cabo la misma, va a tener unos costes difícilmente asumibles. Y eso, aunque todos estos costes deban ser afrontados, en prácticamente igual medida, si se desea mantener otro sistema similar. Con ello, cualquier otro mecanismo que permita alcanzar alguno de los objetivos que se consideran esenciales parece hacerse más atractivo, sin considerar seriamente si la situación de transitoriedad que se derivaría de su implantación no haría estéril el esfuerzo, eso sí menor, que es preciso llevar a cabo igualmente, aconsejando finalmente afrontar el proceso inicialmente rechazado.

La Moneda Unica

Una vez planteada la preferencia de establecer una moneda única respecto al mantenimiento de un sistema de tipos de cambio fijos en el que coexista una "moneda común" con las respectivas monedas nacionales, y de ésta última sobre un sistema que mantenga como referente una "cesta de divisas" compuesta por cuantías ponderadas de las monedas que participan en el mismo (si bien para ello resulta necesario que exista una voluntad real de mantener un sistema de tipos de cambio fijos, conjuntamente con un régimen de libertad de movimientos de capitales), resulta necesario determinar las condiciones que debe cumplir esa unión monetaria, así como los requisitos para que su implantación sea lo más eficiente posible, lográndose así la eficacia deseada, que se materializaría en la reducción de los costes transaccionales entre los países que forman la unión monetaria, eliminando los riesgos de cambio para estas operaciones, al mismo tiempo que se reducen las incertidumbres al lími

tarse movimientos de capitales de carácter especulativo (debido a que existen menos monedas sobre las que actuar, y sólo poder corresponder a operaciones respecto a monedas externas al sistema, frente a las que no es preciso mantener, en principio, ninguna paridad determinada), e igualmente se reducen las incertidumbres derivadas de variaciones de los tipos de cambio dirigidas a alterar la situación relativa de un país mediante la alteración de los precios relativos de sus bienes.

Como hemos visto, para establecer una unión monetaria no es preciso que exista una moneda única, siendo el requisito que los tipos de cambio queden fijados irrevocablemente a unas paridades determinadas, en un contexto en el que se garantice la total liberalización de los movimientos de capitales y la integración de los mercados financieros, y en particular el bancario. Con ello, las monedas nacionales tenderían a ser monedas sustituibles entre sí, no debiendo existir una moneda guía que resaltase de las demás. Sin embargo, hemos concluido que, para garantizar la irreversibilidad del proceso, que permita asegurar la credibilidad en el mismo, es deseable la implantación de una moneda única, que sustituya a las monedas nacionales, así como a cualquiera otra moneda que actúe dentro de su ámbito de influencia. La articulación de una política monetaria única para todo el sistema aconseja a su vez la creación de una institución monetaria, la cual tendría entre sus funciones la emisión de dicha moneda.

Surge, por tanto, dos problemas que deben ser resueltos previamente a la implantación de la moneda única:

* La **forma** en que debe llevarse a cabo la sustitución de las monedas nacionales existentes hasta entonces, ya que

su implantación puede llevarse a cabo bien de forma paulatina, o bien en un momento dado.

El modo en que se afronte dicha sustitución va a depender del sistema monetario existente hasta ese momento. En cualquier caso, los dos aspectos esenciales que deben determinarse son:

- El **tipo de intercambio** de la nueva moneda respecto a cada una de las monedas nacionales que desaparecen.

- El **grado de liquidez**, en términos de la nueva moneda, que debe mantener el sistema.

* El **sistema de creación** de la nueva moneda, estableciendo las normas que deben regir su emisión, y en particular los siguientes:

- El **organismo encargado de su emisión**, y sus funciones dentro del sistema.

- El **régimen cambiario** que va a mantener respecto a las restantes divisas internacionales.

La implantación de la moneda única

Como ya se ha indicado, la sustitución de las monedas nacionales por la moneda única que se desea implantar puede llevarse a cabo bien instantáneamente, en un momento determinado del tiempo, o bien de forma paulatina a lo largo de un periodo temporal, predeterminado o no. La existencia previa de un sis-

tema de tipos de cambio de flexibilidad limitada va a facilitar dicha sustitución, y la utilización de "cestas de monedas", e incluso una "moneda común", o "moneda paralela", si no se presentan tensiones importantes en el periodo, permitirían que dicha sustitución se acercase a los niveles óptimos de intercambio.

Sustitución instantánea

De no existir otras relaciones diferentes de los tipos de cambio bilaterales de las divisas cuyos países desean implantar la "moneda única", establecer un periodo transitorio en el que coexistan las monedas nacionales con la nueva moneda puede generar problemas de liquidez dentro del sistema, que introduzcan incertidumbres sobre la viabilidad del proyecto (por problemas de escasez de liquidez, por ejemplo) que no se correspondan con la realidad. La necesidad de mantener fijas las paridades entre las monedas nacionales llevaría a limitar su emisión para dar paso a la emisión de la nueva moneda, estableciéndose un tipo de cambio fijo de ésta respecto a aquéllas, a efectos de no alterar dichas paridades. Sin embargo, la diferente aceptación de que gozase en cada uno de los países la nueva moneda se transformaría en una diferente demanda de la misma, generando tensiones sobre la paridad establecida. Cuanto mayor fuese el periodo transitorio más posibilidades habría de que se presentase una crisis de confianza, si no respecto a la nueva moneda si en el mantenimiento de la paridad de alguna de las monedas nacionales más débiles (al actuar la "moneda común" como una divisa "fuerte"). Además, a lo anterior se sumarían los problemas derivados del posible incremento de liquidez que la introducción

de la nueva moneda podría provocar, alterando la situación inicial de alguno de los países, y como hemos visto esta mayor liquidez estimularía las presiones inflacionistas, que como vimos tienen muy nocivos efectos, afectando de forma desigual a cada uno de los países, lo que atentaría contra el proceso de convergencia económica que resulta necesario llevar a cabo para el logro de una unión monetaria estable.

Todo ello aconsejaría reducir al máximo el periodo transitorio, ya que no existen garantías de que el intercambio logrado al finalizar el mismo sea superior al que se hubiese llevado a cabo inicialmente, tanto más cuanto no existía ninguna experiencia en la coordinación monetaria anteriormente. Por lo tanto, la institución monetaria encargada de la emisión de la nueva moneda debería asumir sus funciones desde el inicio, cesando la emisión de monedas nacionales, y suspendiéndose las cotizaciones respectivas de las mismas para evitar ataques especulativos contra alguna de ellas.

Sustitución paulatina

Un planteamiento diferente encontramos cuando previamente a la decisión de adoptar una moneda única el sistema contaba con una unidad de cuenta común basada, bien en una "cesta de monedas", o bien en una "moneda común".

En principio, la existencia de este referente común podría justificar la existencia de un periodo transitorio que permitiese tomar las medidas necesarias para adaptar a las economías nacionales a la nueva situación, aprovechando que se conoce el valor de intercambio al que se va a producir el canje, y que se estimaría a partir de las paridades centrales de cada moneda en

relación a dicho referente, o del valor que las mismas tuviesen dentro de la banda de fluctuación respecto al mismo. Sin embargo, los efectos serían diferentes según existiese una "cesta de monedas" o una "moneda común.

Existencia previa de una "cesta de monedas"

Una característica seguida hasta el momento en la constitución de "cestas de divisas" es que las mismas no tienen una materialidad real, así como que su uso queda restringido a los mercados financieros, y sólo a determinadas operaciones dentro de los mismos. Por lo tanto, la implantación de la nueva moneda sólo se beneficiaría de la existencia previa de la "bolsa de divisas" de la experiencia que debe tenerse sobre la economía de los países cuyas monedas la componen para determinar su respectiva ponderación dentro de la misma así como de la necesaria coordinación de las políticas monetarias que se ha debido llevar a cabo para mantener el sistema.

Sin embargo, la implantación de la nueva moneda va a tener que enfrentarse a iguales condicionantes que los expresados al considerar la sustitución instantánea, tanto más cuando dentro del mecanismo de las "cestas de divisas" se suele admitir una cierta variabilidad a los tipos de cambio, que ahora no sería posible mantener, y que han creado hábitos de funcionamiento dentro de los mercados que podrían alimentar la creación de movimientos especulativos.

No serviría, por tanto, la existencia previa de un sistema basado en una "cesta de monedas" para hacer más aconsejable la implantación paulatina de la nueva moneda, debiendo recurrirse a otros aspectos para determinar esta forma de sustitución.

Existencia previa de una "moneda común" o "moneda paralela"

El marco más próximo al de la implantación de una moneda única es el sistema en el que una "moneda común" coexiste con las monedas nacionales, en términos de igualdad, siendo emitida por una institución monetaria independiente, atendiendo a objetivos de política monetaria (y en particular de estabilidad de precios), diferentes a los que tienen los países del sistema, considerados individualmente.

La implantación de una moneda única a partir de esa "moneda común" se corresponde al caso de creación provisional de la misma, que vimos al analizar la creación de una moneda paralela con el objetivo de convertirse en la moneda única del sistema, lo que supone, implícitamente, que esta última situación es superior, y preferible, a la mantenida provisionalmente. La "moneda común" existente habrá podido ser utilizada dentro de cada país en igualdad de condiciones que la moneda nacional, y en el ámbito internacional será aceptada de igual forma que las restantes divisas, intentando que durante este periodo transicional el propio funcionamiento del mercado inicie un proceso de expulsión de las monedas más débiles en favor de la utilización generalizada de la "moneda común". Este planteamiento hace preciso analizar el problema que presenta la sustituibilidad de las monedas.

El problema de la sustituibilidad entre monedas

La primera dificultad que encontramos al plantear la sustitución de divisas consiste en definir lo más exactamente posible en que consiste la sustituibilidad entre monedas. Intuiti-

vamente, podemos determinar que una moneda es sustituta de otra cuando todos los agentes van a aceptar esta moneda como medio de pago, al igual que harían al aceptar la moneda sustituida, realizándose pagos y cobros de forma indistinta en ambas monedas.

Sin embargo, la definición anterior, que es correcta en su contenido, no es completa en sus términos, ya que no tiene en cuenta un aspecto relevante de la sustitución entre ambas monedas: el valor que los agentes dan a cada una de ellas, y que puede llevarlos a aceptar la utilización de ambas monedas pero estableciendo un precio diferente (en términos absolutos) de los bienes y servicios prestados, según la moneda utilizada, en función de diversas circunstancias tanto psicológicas (como la presencia de hábitos de conducta, diferentes grados de aversión al riesgo, etc.), como de la importancia de cada una de las monedas en las transacciones realizadas fuera del ámbito de influencia de los países emisores de las mismas (que viene determinada por los servicios transaccionales, de medio de pago y depósito de valor, que proporcionan las mismas; los costes transaccionales derivados de la utilización de cada moneda en esas operaciones internacionales; y la generación de economías de escala ante la existencia de esas transacciones, que no coincidirán para ambas monedas).

El valor de intercambio que los agentes económicos establezcan para ambas monedas puede coincidir con el tipo de cambio establecido entre las mismas, pero lo más probable es que, si bien se moverá en valores cercanos al mismo, diferirá de él por encima de lo que justificaría la existencia de unos costes derivados del cambio de las monedas (que por otra parte, ante

el uso común e indistinto de ambas monedas, no tendría que producirse necesariamente). Pero más importante que esta circunstancia es que, como las condiciones indicadas anteriormente van a poder variar a lo largo del tiempo, los agentes pueden alterar ese "valor de intercambio" entre ambas monedas sin que se haya llevado a cabo una modificación de los tipos de cambio entre las mismas. La existencia de países en los que se utilizan indistintamente dos monedas (y el cercano, para España, caso de Andorra, si bien entre monedas no nacionales, es una buena muestra de ello,) suponen un buen ejemplo de la disparidad entre los valores dados a cada moneda al establecer los precios de los bienes y el tipo de cambio de las monedas, así como de la alteración que pueden sufrir los precios en cada moneda sin que se alteren los tipos de cambio, o bien del diferente efecto que una variación del tipo de cambio bilateral tiene sobre esos precios.

Diferentes análisis del problema de la sustituibilidad entre monedas plantean las dificultades que sería necesario tener en cuenta para lograr esa sustitución entre las mismas. Teorías de sustitución pura de monedas, basadas en el cumplimiento de la condición de "paridad de poder adquisitivo", y centradas en el logro de la "paridad de intereses" para reducir las diferencias inflacionistas entre los países (siendo la transmisión internacional de la inflación mayor cuanto más elevada sea la elasticidad de sustitución entre las monedas, aún con flexibilidad de tipos de interés), prestan atención a la demanda mundial de dinero que obliga a considerar la misma al articular la oferta monetaria, determinando que el establecimiento de tipos de cambio fijos, teniendo en cuenta la demanda internacional de

dinero, facilitaría la aceptación de las diferentes monedas al hacerse a las mismas sustitutas perfectas por el lado de la oferta, favoreciéndose al mismo tiempo la expulsión de las monedas de los países más inflacionistas y la aparición de "monedas-guía". En los modelos de equilibrio de cartera, las monedas son consideradas en su aspecto de activos, que pueden ser sustitutivos de otros activos como los bonos, planteándose el problema desde el punto de vista de la demanda de dinero para inversiones, y la importancia que la libertad de movimientos de capitales va a tener sobre el logro de la misma, así como las dificultades de mantener tipos de cambio fijos entre las monedas en este contexto. Otras teorías intentan analizar el problema desde un punto de vista microeconómico atendiendo bien a la utilidad reportada por el uso del dinero, tomada en términos marginales, o por sus efectos sobre el tiempo o el ocio, o bien a sus efectos sobre la liquidez. La formación de hábitos en la conducta de los agentes, y las funciones de demanda de dinero constituyen en ellos un aspecto a considerar, y el cumplimiento de la "condición de la paridad de intereses" (cubierta o descubierta), en un marco de libertad de movimientos de capitales, las bases para lograr la sustituibilidad entre las monedas, teniendo en cuenta que su relación va a venir determinada por los costes de oportunidad derivados de mantener una u otra moneda (siendo las variaciones de tipos de interés, tanto nacionales como extranjeros, y de tipos de cambio, así como las ganancias de capital, la base de ese coste de oportunidad).

De los anteriores planteamientos pueden deducirse las dificultades que el logro de la sustituibilidad de monedas conlleva y, en definitiva, la importancia que tiene la actitud que adop-

ten los agentes económicos para llevarla a cabo, junto a los diferentes aspectos en los que esa sustitución de monedas puede ser planteada. Así, dos monedas serán sustitutas entre sí solamente si los diferentes agentes económicos las consideran como tales, aceptando recibirlas como pago de sus deudas, y no como consecuencia de las decisiones de las autoridades económicas. La actuación de éstas lo que determinaría es el valor que para cada moneda establezcan dichos agentes económicos, lográndose incluso una total independencia entre ese "valor de intercambio" que los agentes dan a cada moneda respecto a la emisión de las mismas si existe por parte de aquéllos un total convencimiento de que las autoridades garantizarán el intercambio de unas por otras en dichos términos (como sucede en el interior de un país entre la moneda de referencia y las monedas francionarias, cuyo valor de intercambio es independiente de la emisión que se realice de cada una de ellas), lo cual podría quedar reforzado por el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos, si el mismo es "aceptado" por dichos agentes económicos, pero que no supone una condición suficiente al no tener que coincidir ese "valor de intercambio" con el tipo de cambio de paridad entre las mismas (pudiendo su existencia ser, incluso, contraria al logro de dicha sustituibilidad).

A la vista de todo lo anterior, podemos ya establecer una definición de la sustituibilidad de monedas que incluya los diferentes aspectos del análisis que venimos realizando, y establecer si resulta conveniente implantar una moneda única utilizando un periodo transitorio en el que exista una "moneda común", que coexista con las monedas nacionales, e iniciando un proceso de sustitución entre éstas y aquélla, o llevar a cabo

su implantación instantánea, entendida como la creación de la moneda única en el período más breve posible, sin recurrir a la utilización de un sistema de "moneda paralela".

Así, la sustituibilidad de monedas se logrará cuando dos, o más monedas, sean aceptadas por sus usuarios en igualdad de condiciones, realizando sus pagos y aceptando el cobro de sus deudas de forma indistinta en cada una de ellas, a un valor determinado que se mantendrán en el tiempo mientras no se produzca una alteración de los tipos de cambio de paridad entre esas monedas. Dichos tipos de cambio se mantendrán fijos, existiendo en la economía libertad de movimiento de capitales.

Para lograr este objetivo, o bien se establecen medidas muy rígidas por parte de las autoridades monetarias de los países del sistema, dirigidas no sólo a garantizar la libre circulación de movimientos de capitales y al mantenimiento de los tipos de cambio, con una política monetaria única, no meramente homogénea, y unas políticas económicas totalmente concertadas, si no también a garantizar que se mantienen las condiciones que han llevado a los agentes a aceptar a todas las monedas en términos de igualdad (lo que teniendo en cuenta el factor psicológico de dicha aceptación no siempre resultaría fácil), o bien se logra que los agentes tomen como referencia de sus decisiones la totalidad de la liquidez del sistema, sin prestar atención a su composición, es decir, a las monedas nacionales y la "moneda común". Dado que todo el dinero existente en la economía actual está constituido por moneda fidiuciaria, sin un valor real, es decir, que su valor intrínseco es nulo, no existen razones "reales" para no poder lograr que los agentes confíen igualmente en un tipo de "papeles" que en otros. La libertad de

movimiento de capitales y la fijación de los cambios harán disminuir los riesgos cambiarios. En estas circunstancias, van a adquirir una mayor importancia los factores "psicológicos" (que en cualquier alteración monetaria, incluso de las monedas nacionales, se manifiestan en una oposición al cambio difícil de prever, como demostró en Francia en el cambio del franco viejo al nuevo, o en España, con la introducción de las nuevas monedas fraccionarias). Una forma de facilitar que los agentes concentren su atención en la liquidez global del sistema es que reciban la información sobre el mismo a través de una única fuente, que no tienda a dar importancia a la composición relativa de dicha liquidez, y eso sólo puede lograrse mediante la instauración de un organismo encargado de administrar, de forma independiente, la misma; al mismo tiempo que pierde importancia la emisión que se realice de monedas nacionales, en las que sólo se apreciará su repercusión global para el sistema.

La estrategia de "moneda paralela"

La emisión de la "moneda paralela" indicada en los puntos anteriores deberá desarrollarse en las condiciones de emisión "conjunta" de liquidez, y administración de la misma por una institución monetaria independiente, dentro del marco económico definido hasta el momento. Para ello, se podrá optar entre dejar su tipo fijo respecto a las monedas nacionales, en cuyo caso la sustitución "intelectual" de las monedas nacionales deberá complementarse con una eficaz sustitución real, drenando liquidez al sistema a medida que se procede a la emisión de la "moneda común" en los términos del respectivo tipo de cambio de esa "moneda común" y las monedas sustituidas, o bien permitir

una cierta fluctuación entre los tipos de cambio entre esta moneda paralela y las monedas nacionales, de forma que la competencia establecida deje en desuso a las monedas más débiles del sistema.

Ambos sistemas presentan importantes riesgos de generar algunas tensiones inflacionistas, que serán más difícil determinar de no mantenerse los tipos estables, por las dificultades que tendrán los países para mantener el control de la liquidez interna, provocando crisis de liquidez, o problemas de confianza (por exceso de la misma), generando tensiones sobre los tipos de cambio, y pudiendo afectar negativamente al proceso de sustitución que se desea llevar a efecto, lo que nuevamente plantea la necesidad de armonizar las políticas económicas de forma tan estricta como sería preciso si se afrontarse directamente la implantación de la moneda única.

La diferencia esencial entre mantener fijo el tipo de cambio de la moneda paralela, o permitir una pequeña fluctuación del mismo, se concreta en que con el primer sistema (con independencia de las medidas institucionales, y de emisión que se lleven a efecto) no se facilita la elección los particulares de la moneda paralela, pudiendo suceder que sea una moneda nacional la favorecida por los agentes en detrimento de la misma, lo que podía llevar a cuestionar la decisión de implantar dicha moneda como "moneda única", y reabrir la discusión de que fuese una moneda nacional la elegida para tal fin, retrasando sin duda la conclusión del periodo transitorio, y agravando los posibles efectos negativos que pudiera presentar. Asimismo, el mantenimiento de los tipos de cambio fijos de la totalidad de las monedas podría inducir a que se cumpliera el efecto indicado en

la denominada "Ley de Gresham", reservándose la moneda considerada "fuerte" como depósito de valor, restringiendo su uso en las transacciones, y utilizando las monedas menos fuertes para llevar a cabo las transacciones, lo que introduciría distorsiones en la liquidez de alguno de los países.

La posibilidad de fluctuación limitada, de la moneda paralela, aunque podría facilitar el proceso de sustitución siempre que los agentes percibiesen alguna ventaja adicional derivada de su utilización, podría introducir tensiones cambiarias que afectasen negativamente al objetivo de estabilidad de los tipos de cambio, cuyos efectos fuesen más contraproducentes al proceso de sustitución que beneficioso, tanto más cuanto se pretende que los agentes económicos operen en principio con todas las monedas del sistema, por lo que deberán tener un conocimiento preciso de varios tipos de cambio y su evolución.

En ambos casos, no resulta evidente la ventaja de establecer dicho período transitorio, ni la posibilidad de determinar su duración, al no poder concretar los efectos que la sustitibilidad de monedas podría generar, por lo que ante el riesgo de incrementar la incertidumbre en el sistema, y la correspondiente aparición de tensiones cambiarias, parece recomendable la adopción de la moneda única en un período breve, basándose directamente en la experiencia acumulada de la existencia de una "cesta de monedas", el establecimiento previo de un sistema de tipos de cambio fijos, o en defecto de ambas, de los tipos de cambio bilaterales existentes hasta ese momento. En cualquier caso, se hace preciso desde sus inicios la creación de un organismo monetario que dirija el proceso, para evitar actuaciones que atenten al desarrollo conjunto del sistema, cuyas funciones

se expusieron al estudiar el contenido del Tratado de la Unión Europea en anteriores apartados, y que velará por que el mantenimiento de un adecuado grado de liquidez global del sistema, y por que su distribución geográfica y sectorial en el mismo sea asimismo idónea para el volumen de transacciones existentes.

El sistema de creación de la moneda única

Una vez determinada la necesidad de que la implantación de la moneda única se efectúe en el espacio de tiempo más breve posible, para evitar distorsiones en el sistema económico que atenten, bien contra el proceso de creación de la nueva moneda, o bien contra la estabilidad cambiaria (e incluso económica, en términos generales) del propio sistema; y considerada necesaria la creación de una institución monetaria encargada de la emisión de la nueva moneda, y de su administración, hemos de establecer las condiciones de creación de la misma, así como los aspectos relativos a dicha institución monetaria, las cuales ya se han ido adelantando a lo largo de la exposición.

En un momento inicial, deberá producirse una asignación de la nueva moneda a cada uno de los países del sistema, en función de sus respectivas reservas de divisas y del tipo de cambio al que se determine ha de realizarse la transacción, y que de existir previamente una "cesta de divisas" o una "moneda común" será bien el de paridad, o bien el de mercado, de cada una de las monedas en relación con el mencionado referente, aunque puede llevarse a cabo a cualquier otro valor de intercambio, si se considera más oportuno para la viabilidad de la futura moneda. Esta distribución inicial adquiere especial relevancia ya que, con ella, se está valorando a cada una de las monedas na-

cionales en relación con la nueva moneda, y su importancia para la viabilidad futura del sistema con los menores costes posibles es indudable, siendo el caso de la unión monetaria alemana el ejemplo más reciente, y tristemente patente todavía, de cuales pueden ser las negativas consecuencias de un intercambio de las monedas atendiendo a criterios diferentes a los estrictamente económicos. El sacrificio en términos de crecimiento (y con ello, de desempleo) junto a la intensificación de tensiones dentro de la economía son aspectos que, sin duda, tendrán su manifestación en el caso de que el cambio aplicado a las monedas en el momento del canje no tenga en cuenta la liquidez real de las mismas, el potencial económico de cada país, y su situación en el mismo momento en que se lleve a cabo la misma.

Una vez que se lleve a cabo esta distribución inicial las emisiones de moneda formarán parte de la política monetaria del banco central único, el cual deberá acomodar la misma al logro de los objetivos que le hayan sido marcados en sus estatutos, y que ya se vieron al analizar el caso del Banco Central de la Unión Europea. Entre estos objetivos estarán ineludiblemente el mantenimiento de una tasa estable de precios, o la reducción, en su caso, de la tasa de inflación del sistema (que tendrá múltiples manifestaciones según los países, como en la actualidad existen diferencias entre las distintas regiones de cada país); garantizar un buen funcionamiento del sistema de pagos del sistema, evitando que se produzcan situaciones de falta de liquidez, y la articulación de la política cambiaria del sistema, mediante la administración de las reservas del mismo. Todo ello mediante actuaciones en los correspondientes mercados financieros, que realizará con total independencia. Serán las

operaciones de importación y exportación de bienes, servicios y capitales del conjunto las que determinen las variaciones que se produzcan en las reservas de divisas, y el banco central el que determine las medidas que debe adoptar para que las modificaciones inducidas en la base monetaria del conjunto del Sistema tengan uno u otro efecto, así como para mantener los tipos de cambio respecto a las restantes divisas en los niveles deseados, o lograr su fluctuación en forma que no afecte negativamente al sistema. El principal problema al que se enfrentará, y en ello, se distinguirá parcialmente de los bancos centrales nacionales existentes, es en que cada uno de los Estados que participen en el sistema seguirá desarrollando su propia política presupuestaria (si bien este problema, muy importante, se reproduce dentro del ámbito nacional con el gasto de las entidades locales, autonomías o Estados federados, que forman parte de los mismos). Los diferentes endeudamientos, y "déficits" presupuestarios que puedan generarse en cada uno de esos países van a tener ahora un problema de financiación, al haber perdido los Estados sus ingresos de "señoraje", y no poder actuar mediante medidas de política monetaria para alterar su situación, y al Banco Central le corresponderá, con un adecuado reparto de los ingresos globales de "señoraje", no alentar la realización de gastos excesivos que, por lo tanto, más tarde o más temprano, deberán financiarse mediante impuestos, con efectos restrictivos sobre la correspondiente economía, que harán que los mismos tienda a disminuir el nivel de demanda, lográndose la deseada convergencia en el gasto entre todos los países. El tiempo que se tarde en alcanzar dicha convergencia económica general, y el coste social que lleve aparejado su logro, deter-

minarán el éxito del proceso de implantación de la moneda única, pero no su éxito como sistema, que deberá ser valorado a medio y largo plazo.

El Banco Central Único

Como punto adicional de exposición de este trabajo doctoral se incluye junto a la implantación de la moneda única, el establecimiento de un banco central. Ya en el apartado que recogía el caso de la creación de una "moneda común" se exponía la necesidad de crear una institución monetaria, ante las dificultades de regular la liquidez del sistema, ya que no es posible establecer por parte de cada país un criterio objetivo de emisión sin tener una visión de conjunto de la liquidez existente, y que emisiones iguales tienen efectos diferentes según los países siendo imposible establecer una norma general para llevar a cabo la emisión. Sin embargo, no es hasta la implantación de una moneda única, que esa institución monetaria debe adoptar una estructura de banco central, perdiendo los bancos centrales nacionales su razón de ser, ya que ahora junto a los problemas de liquidez derivados de la emisión de una moneda común existe la pérdida de emisión de las monedas nacionales, con lo que las responsabilidades que dichos bancos centrales nacionales tenían en la emisión de las mismas, algunas de las cuales estaban relacionadas con intereses nacionales, han desaparecido, y no es posible que la emisión de la misma moneda se vea condicionada por dichos problemas nacionales, considerados individualmente. El banco central creado debe actuar con un grado de independencia total respecto a las autoridades económicas de los países del sistema, así como respecto a las propias autori-

dades de la unión monetaria que pudiesen existir. Los bancos centrales nacionales podrían constituirse en agencias de dicho banco central, a efectos de que el mismo obtenga información de primer orden sobre las repercusiones de las medidas adoptadas en cada uno de los países, pero no puede actuar sólo en función de la situación de un país, si bien ésta será un elemento relevante en su toma de decisiones. De mantenerse como tales todos los bancos centrales, las tomas de decisión se adoptarían en función de la mayor o menor fuerza de un grupo de países, y a veces con un desconocimiento, o una despreocupación, sobre los problemas de los demás países, y del conjunto de los mismos, que la que tendría el banco central único, que desde el principio trataría toda la información recibida con una visión de conjunto, sin que influyesen en sus decisiones unos datos sobre otros, en función del país del que proviniesen, aunque si tuviese en cuenta, desde un punto de vista objetivo, la importancia relativa de los mismos, a efectos de determinar los efectos reales de sus propias decisiones.

Las funciones del banco central único coincidirían con las que actualmente tienen los bancos centrales nacionales que asumen la articulación de la política monetaria, con el objetivo de la estabilidad de precios, con total independencia de gestión respecto a las autoridades económicas y políticas del país en cuestión (aunque estén bajo el control de algún estamento político al que deban rendir cuentas de su actuación, si bien una vez llevada a cabo la misma), pudiendo tener una estructura federal, de considerarse necesario.

Sus funciones principales, como ya se indicó anteriormente, serían las siguientes:

- * Desarrollar en todos sus términos la política monetaria del sistema, emitiendo la moneda única y regulando la oferta monetaria, o los tipos de interés, participando en los mercados financieros, mediante operaciones de mercado abierto y de crédito. Todo ello con el propósito de lograr los objetivos que tiene encomendados.
- * Efectuar las operaciones cambiarias respecto a las restantes divisas internacionales, para lo es necesario determinar el régimen de tipos de cambio del sistema, pudiendo el Banco Central ver condicionada su actuación, y por tanto la regulación de la política monetaria, por la necesidad de mantener el valor de la moneda creada dentro de unos determinados límites respecto a alguna otra moneda, o referente internacional, con lo que se reproduciría a nivel del sistema alguno de los aspectos que se han considerado hasta el momento en los apartados anteriores.
- * la gestión de las reservas de divisas, así como de los resultados financieros de su gestión.
- * Garantizar el funcionamiento correcto del sistema de pagos dentro del sistema.
- * Las funciones de asesoramiento y consulta que se consideren convenientes, basadas en la información estadística de los aspectos monetarios que debe poseer para el desarrollo de sus fines.

* La relación con las instituciones monetarias extranjeras.

Como ya se ha indicado en anteriores ocasiones, todas estas funciones las desarrollará con el objetivo de alcanzar una estabilidad de precios que permita el crecimiento equilibrado y sostenido de la economía, colaborando con las restantes autoridades económicas, nacionales y del sistema, cuando las medidas que adopten las mismas sean compatibles y coherentes con las adoptadas por el propio banco central para lograr dicho fin.

La moneda única europea

Volviendo al campo específico de la Comunidad Europea, cuya evolución ha estado presente de forma implícita a lo largo de todo el desarrollo anterior (e incluso ha podido condicionar la forma de exponer algunos aspectos de la misma), la implantación de la moneda única europea, el ECU (o cualquier otra denominación que se quiera dar a la misma), participa de todos los elementos que se han señalado.

El deseo de implantar un mercado único europeo, cuyo proceso se ha iniciado formalmente en 1.993, unido a la liberalización de los movimientos de capitales, hacen imposible el mantenimiento de políticas monetarias autónomas por parte de los países comunitarios, si se desea que la estabilidad cambiaria no experimente retrocesos. Tanto más si lo que se desea es el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos. La Unidad Monetaria en Europa lleva aparejada la reducción de las incertidumbres derivadas de la variabilidad de los tipos de cambio, y de la propia aversión al riesgo de los agentes económicos.

cos (que perciben la posibilidad de que se alteren las paridades de las monedas comunitarias), al mismo tiempo que se eliminan costes transaccionales cuyo origen era precisamente la propia existencia de diferentes monedas cuyo valor relativo podría variar. Las empresas verían disminuir sus costes externos de carácter financiero relacionados con problemas cambiarios, al mismo tiempo que podrían reducir los costes internos, de personal y material, derivados de destinar recursos propios al conocimiento de los cambios entre las monedas comunitarias. Pero, aunque no se presentasen dichos costes, solamente el tiempo dedicado para obtener las diferentes monedas por todas las personas que se trasladan entre países de la Comunidad, o realizan operaciones en varios de ellos, y los gastos derivados de dicha obtención, justificarían que las causas que provocan los mismos desapareciesen. La existencia de diferentes monedas, con tipos de cambio bilaterales que pueden variar, son la causa principal de esta pérdida de recursos. La fijación de los tipos de cambio posibilitarían reducir la ineficiencia en la utilización de los recursos, pero sólo la implantación de una moneda única garantiza que las operaciones indicadas no sean necesarias respecto a las monedas europeas de la Comunidad.

Las ventajas que se desea lograr con el establecimiento del mercado único europeo, y la libre circulación de personas, bienes, servicios y capitales, que existiría en el mismo, se perderían, al menos parcialmente, de no actuar con un idioma económico común, y el idioma económico que puede utilizarse desde la misma implantación del mercado único es el dinero, si bien resulta necesario que su expresión sea igualmente única, y para ello la mejor solución es adoptar una moneda única europea. Si

a la voluntad de establecer un mercado único europeo, se añade el deseo de lograr una unión económica, fortaleciendo los mecanismos del mercado a través de políticas de competencia y la equiparación de los diferentes mercados (de trabajo, capitales, etc.), estableciendo políticas económicas comunes (aunque no únicas) que faciliten cambios regionales y estructurales para lograr un crecimiento homogéneo y equilibrado de la economía en su conjunto, la necesidad de utilizar una moneda única que permita un correcto uso de los recursos utilizados resultaría aún más patente. Y es precisamente ésta la situación en la que la Comunidad Europea se encuentra inmersa.

La no adopción de la moneda única por parte de algún país puede responder, con carácter general, a dos razones: su deseo de no participar en el proceso de unión monetaria, por diversos motivos cuya justificación, razonable o no, ya se ha manifestado en alguno de los puntos previos de la exposición; o la existencia de divergencias importantes respecto a la media de los demás países en los valores de algunas magnitudes esenciales de su economía (inflación, tasa de crecimiento, nivel de endeudamiento público, etc.) cuya corrección exige unos costes adicionales que el país no puede afrontar, al menos en un corto plazo de tiempo; e, incluso en bastantes casos, puede presentarse una combinación de ambos elementos, lo que dificultaría de una forma notable la participación de ese país en la moneda única, y haría impensable su colaboración para que dicha medida se llevase a efecto.

El autor del presente trabajo doctoral considera no sólo conveniente, si no necesaria la implantación de la moneda única en el periodo de tiempo más breve posible, por lo que la deci-

sión de los países que no desean la implantación de la moneda única no debería ser considerada (aunque si puedan tenerse en cuenta los argumentos que aducen para su rechazo, en aras de evitar alguno de los problemas manifestados por dichos países respecto al proceso de implantación de la moneda única). Todos aquellos países que deseen adoptar la moneda única deberían haberlo antes que se manifiesten distorsiones en el funcionamiento del mercado único que se ha puesto en marcha en 1.993, puesto que los ajustes que pueden requerirse para corregir dichas distorsiones tal vez fuesen más costosos que los necesarios para la implantación inicial de la moneda única, y podrían condicionar el correcto desarrollo de toda el área durante un periodo dilatado de tiempo. Respecto a los países que no desean la adopción de la moneda única no sería posible tomar decisión alguna en el momento inicial, dejando siempre la posibilidad de que, con posterioridad, pudiesen sustituir su propia moneda por la del sistema europeo (con las condiciones objetivas que se estimase oportuno exigirles). Serían las fuerzas del mercado (por la pérdida de importancia de su propia moneda, o la pérdida de relevancia internacional del propio país, como consecuencia de la situación diferencial respecto al conjunto de países comunitarios, o simplemente la variación de las condiciones que hacían desaconsejable la adopción de la moneda única por parte de ese país) las que podrían, en algún momento, llevar al mismo a desear su participación en el mercado único en iguales condiciones que el resto de los países comunitarios, repitiéndose así la historia del Sistema Monetario Europeo con el caso de la libra esterlina.

Por lo tanto, el problema surge respecto a aquellos países

que, aún deseando adoptar la moneda única, presentan importantes divergencias económicas (y sociales) respecto a los restantes países comunitarios, cuya corrección resulta precisa para que no se presenten distorsiones tanto en su propia economía como en el conjunto del sistema como consecuencia de la implantación de dicha moneda, así como de la pérdida de autonomía en la elaboración de sus políticas económicas nacionales, debiendo al mismo tiempo garantizar la libre circulación de capitales, así como del conjunto de factores productivos. La decisión respecto a estos últimos países presenta dos alternativas:

- La primera, que sólo los países cuyas economías no presenten un grado de divergencia importante implantasen una moneda única en sustitución de la suya propia, manteniendo el resto de los países sus monedas nacionales, e incentivándose todas las medidas dirigidas a que estos últimos países pudiesen alcanzar el grado de convergencia suficiente para sustituir su propia moneda por la moneda única del sistema, estableciéndose unos criterios objetivos de convergencia que permitan determinar tanto el grado de equiparación obtenido, como el esfuerzo de los países para intentar dicho acercamiento.

- La segunda alternativa sería que todos los países que estén dispuestos a avanzar seriamente en el camino de la unión económica y monetaria, para lo cual adoptan, y llevan a cabo con rigor, planes de convergencia dirigidos a reducir las diferencias con los restantes países comunitarios, aceptando los elevados costes que lleva aparejado el proceso de ajuste que tales planes de con-

vergencia requieren, puedan adoptar ya desde el inicio la moneda única, articulándose medidas dirigidas a corregir los desequilibrios existentes sin necesidad de preocuparse de la repercusión en los tipos de cambio de las monedas nacionales de los mismos.

Esta última situación podría poner en peligro la viabilidad de la moneda única europea, introduciendo factores que afectarían negativamente al crecimiento de la economía de la Comunidad Europea debido a que sería preciso un mayor rigor monetario, al menos durante los primeros años, para eliminar incertidumbres dentro de la economía, y que las mismas se tradujesen en una debilidad internacional de la moneda única europea. Asimismo, la adaptación de las estructuras de los países que presentan divergencias pasaría a ser un objetivo prioritario, no ya para cada uno de esos países si no para el conjunto del sistema, con lo que, en definitiva, se reproduciría a nivel comunitario el problema de la unificación alemana (sin que existiese la recia voluntad política de unificación que llevaba aparejada ésta).

La primera alternativa supone admitir el principio de la construcción de una Europa de "dos velocidades" (que debería completarse con un concepto de "y dos vías", para recoger la existencia de los países que no participarían en la moneda única, que ya constituye una realidad con la que contar en el momento en que dicha moneda única sea implantada). No pudiendo asegurarse que los países que quedan fuera de la participación en la moneda única puedan lograr el grado de convergencia preciso para su incorporación a la misma, la adopción de la moneda

única por parte de sólo un grupo de países pondría en peligro la propia existencia de la Comunidad Europea, y en cualquier caso sentaría un precedente de actuación diferenciada que no sería acorde con el proceso de unión económica que la Comunidad persigue (al igual que no resulta fácilmente asumible la voluntad de no participar en la moneda única, por la posibilidad de que se presenten diferentes ritmos de crecimiento y desarrollo, así como desequilibrios de todo tipo, que se puedan traducir en tensiones cambiarias entre la nueva moneda única europea y las monedas nacionales todavía existentes en la Comunidad). Por esta razón, existe una voluntad política de que todas las monedas que lo deseen puedan incorporarse en un mismo momento a la moneda única europea, quedando fuera de la misma únicamente aquellas que sean reticentes a su implantación.

La segunda alternativa, teniendo en cuenta el planteamiento de una implantación de la moneda única en el plazo más breve posible, tiene como consecuencia una cierta "hipoteca" del proceso de crecimiento de la Comunidad Europea hasta que los desequilibrios esenciales entre los diferentes países hayan desaparecido, o su valor no sea relevante. Resulta válida, por tanto, la comparación con el proceso de unificación alemán, y el beneficio de la existencia de esta experiencia para evitar alguno de los problemas que la misma ha presentado (y cuyos efectos no sólo no han desaparecido si no que están determinando la actuación de las autoridades económicas alemanas, y condicionando el propio proceso de integración europeo). Los importantes ajustes que sería necesario llevar a efecto, aún no siendo tan traumáticos como los que están siendo preciso adoptar en la antigua Alemania oriental, tendrían unos costes sociales y económicos

muy importantes, y las autoridades de estos países no tendrían ninguna posibilidad, ni tan siquiera teórica, de actuar sobre su moneda, al haber ésta desaparecido, debiendo asumir mediante una estricta política fiscal la totalidad del peso del ajuste, ya que de no hacerlo así, el propio mercado (forzado por la política monetaria desarrollada por el banco central europeo, y ante la existencia de libertad de movimientos de capitales) induciría al ajuste.

Ante los inconvenientes de estas dos alternativas, el establecimiento de un periodo transitorio previo a la implantación de la moneda única parecería adecuado, ya que durante el mismo los países que presentan divergencias importantes respecto a la media comunitaria podrían adoptar las medidas de política económica necesarias para acortar las distancias con los restantes países, haciendo más factible la adopción de la moneda única. Sin embargo, es necesario tener en cuenta los siguientes aspectos:

1) La adopción de políticas regionales resulta necesaria, con independencia de que se implante la moneda única en uno u otro momento, ya que las divergencias económicas entre los países comunitarios son lo suficientemente importantes como para que las desigualdades socioeconómicas no puedan ser mantenidas sin que se tomen medidas para corregirlas. La implantación de la moneda única permitirá una mejor apreciación de como se distribuyen esas medidas, así como igualará en gran parte los efectos que las mismas generen a través de los mercados financieros, permitiendo lograr unas políticas fiscales más eficaces, junto a una homogeneización de la "unidad de medida" utilizada

para estimar tanto los recursos empleados como los resultados obtenidos en cada una de las distintas regiones, y los diferentes países (que serán las nuevas "regiones" del sistema).

Por otro lado, no existen datos que permitan asegurar que los costes económicos y sociales que requiere el ajuste anterior a la implantación de la moneda única vayan a ser superiores que los costes de igual naturaleza que se generarían de llevar a cabo dicho ajuste una vez implantada la misma.

La diferencia radica en que, mientras que en el primer caso el riesgo de no lograr los objetivos propuestos se va a traducir en tensiones presentes dentro de la economía, e introduce incertidumbres sobre la capacidad de las autoridades económicas del mismo para llevar a cabo políticas económicas que logren mantener el valor de su moneda en el marco de libertades existente (atentando al objetivo de estabilidad cambiaria), lo que afectaría negativamente al propio futuro del país, poniendo en peligro la posibilidad de adoptar dicha moneda única por parte del mismo, lo que exigiría bien la relegación de dicho país del proceso conjunto (pese a su deseo de participar en el proceso de integración), o tomar la decisión política de permitirle adoptar la moneda única pese a no reunir las condiciones para ello. Lo primero no es acorde al espíritu de la Comunidad Europea, y lo segundo tendría como colofón el realizar en un momento ulterior lo que podría haberse llevado a cabo con anterioridad, tal vez con menores costes.

2) Asimismo, antes de optar por la implantación de un periodo transitorio habrá que tener en cuenta que el desarrollo de una política monetaria autónoma ya no resulta posible para ningún país, ya que su esquema de tipos de interés se verá fuertemente condicionado por la existencia de una actuación homogénea en el campo monetario de los países que desean implantar la moneda única, introduciéndose tensiones cambiarias que dificultarían el normal desarrollo de otras políticas económicas dirigidas a lograr el ajuste de la economía, dificultando el proceso de convergencia, o haciéndolo más costoso, tanto en términos absolutos, como en lo relativo a su duración. Los problemas de ajuste de los países de moneda débil (que serían aquellos que, con mayor probabilidad, deberían quedarse fuera del sistema) serían aún más agudos que lo son en condiciones normales.

La adopción desde el inicio de la moneda única por parte de todos los países permitiría que, si bien serían necesarias medidas de ajuste en las zonas de los países que no alcanzan el grado de convergencia suficiente, éstos pudieran beneficiarse de los efectos de la política monetaria común (que no sería más rígida que la que ellos tendrían que adoptar individualmente) mientras que el ajuste sería compartido, en mayor o menor medida, con el resto de los países.

Así pues, razones de equidad llevarían a la adopción de una moneda única en un plazo breve, si bien considerar estas razones carecen de sentido si no se parte de un principio de solidaridad real entre los países del sistema.

3) Además, la implantación de un periodo transitorio tendría que tener en cuenta la existencia de riesgos de abandono de la disciplina cambiaria, o de la adopción de algún tipo de medida de control en los cambios, y que los mismos irían creciendo con las tensiones cambiarias que, en el contexto de libertad de movimientos de capitales, provoca todo intento de mantener un valor determinado de la moneda y abordar, simultáneamente, medidas de corrección de los desequilibrios económicos, que pueden traducirse en tensiones en los mercados monetarios llevando a tendencias distintas entre la política monetaria desarrollada por un país, y la mantenida por los países que vayan a adoptar la moneda única, lo que se traduce en dificultades adicionales para lograr la deseada convergencia.

La pérdida de confianza en las economías nacionales podría así ser la tónica general en el periodo transitorio. Si bien el abandono de la libra esterlina del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo tiene una serie de componentes que no permitiría presentarlo como ejemplo de los riesgos de abandono de la disciplina cambiaria que se presentan en el periodo transitorio hacia la implantación de una moneda única, el abandono del mismo por la lira, que había permanecido en el mismo pese a importantes dificultades anteriores a lo largo de su historia, sí constituye un reflejo tanto de dichos riesgos como de la magnitud de las tensiones que se pueden presentar durante dicho periodo de tiempo. Las autoridades españolas, cuyo deseo de lograr situarse entre los países que adopten la moneda única en un primer momento parecía evidente, no pudieron

sustraerse a la tentación de adoptar medidas de control de tipos de cambio ante las tensiones que sufrió la peseta (sin que ni estas medidas, primero, ni la devaluación inicial, después, sirviesen realmente para devolver la confianza de los agentes sobre el logro del objetivo de convergencia perseguido). Las devaluaciones efectuadas desde que se inició el periodo transitorio y se pusieron en marcha, aunque tenuamente, los planes de convergencia, o de ajuste, y las tensiones en los mercados cambiarios que derivaron en las mismas, dan muestra de la dificultad que se presenta al intentar mantener las monedas nacionales a lo largo del proceso. Las incertidumbres introducidas en la economía (tanto más cuanto coinciden con una crisis generalizada) no son precisamente el marco adecuado para que se produzca el deseado, o deseable, acercamiento entre los países comunitarios.

Por lo tanto, es la opinión del autor del presente trabajo doctoral que, no adoptar la moneda única europea en el periodo más breve posible, y que no sustituyan en un primer momento sus monedas nacionales por esa moneda única todos los países que deseen hacerlo, y estuviesen dispuestos a llevar a cabo planes de convergencia para acercar sus economías a la media comunitaria, tendrá como consecuencia un aumento de las tensiones en el mercado cambiario que dificultará el desarrollo de dichos planes de convergencia, pudiendo dar lugar a que la misma no pueda alcanzarse a medio plazo. Como consecuencia de ello, o bien se crearía un proceso de integración a dos velocidades, no ya por decisión de los países comunitarios, si no forzados por las

circunstancias, lo que introduciría importantes incertidumbres en el sistema, así como un claro sentimiento de "frustración" en los países que habiendo hecho un importante esfuerzo durante el periodo ahora se ven alejados del objetivo que los movió a la aceptación de los costes de llevarlo a cabo, o bien sería necesario adoptar la decisión "política" de permitir la participación en la moneda única a todos aquellos países que hayan desarrollado políticas de ajuste de sus economías, y deseen participar en la implantación de la misma, abandonando los criterios estrictamente económicos que, en un primer momento, servían para discriminar a estos países del proceso.

Además, la Unión Europea a dos velocidades "forzada" (y conviviendo con países comunitarios al margen del sistema de moneda única) pondría en peligro el propio desarrollo del mercado único europeo, y dificultaría mantener la libertad de los movimientos de capitales en el ámbito comunitario, afectándose a la estabilidad cambiaria, y atentando, incluso, a la propia subsistencia de la Comunidad Europea, tal como está concebida actualmente, así como su posterior desarrollo o expansión.

Pero, esta posibilidad de aceptar la participación en la moneda única de todos los países que lo desearan a la finalización del periodo transitorio, aunque no cumpliesen los requisitos de convergencia requeridos inicialmente, permite cuestionar la necesidad de la implantación de dicho periodo transitorio, y plantear si no sería mejor que las autoridades económicas, comunitarias y nacionales, tomaran dicho acuerdo en un primer momento, tanto más si las condiciones en las que algún país se encontrase a la finalización del mismo pudiesen ser peores, en algún sentido, que las que presentase inicialmente. Dada la se

gura existencia de costes derivados del proceso de ajuste necesario para implantar la moneda única (y de las restantes medidas necesarias para afrontar el mercado único), y la dificultad de establecer su cuantía y naturaleza de forma estricta, resultaría preferible que los mismos se soportasen una vez logrado el objetivo de establecer la moneda única que previamente a su implantación. Los beneficios derivados del funcionamiento del mercado único en estas condiciones permitirán absorber más fácilmente los costes de tal decisión. El problema es que tales costes se repartirían entre todos los países, y nuevamente la solidaridad entre todos los países debía ser la premisa de que se partiese.

España y la moneda única europea

El presente trabajo doctoral se ha centrado en un aspecto económico, el de la unificación monetaria en Europa, que tiene importantes raíces de carácter histórico-institucional, o al menos así lo ha entendido su autor, y ha querido reflejarlo en el mismo, pero que constituye un proceso evolutivo cuyo fin no es seguro que esté cercano (y en algunos casos resulta incierto su total culminación), por lo que no es posible hacer un análisis de los hechos que lo componen más allá de una fecha fija, y la misma viene dada por el momento de finalización de este trabajo doctoral, por lo que todos los datos y observaciones que se recogen en el mismo deben ser contemplados considerando que este trabajo se terminó a mediados del mes de febrero de 1.993, (si bien se amplió ligeramente la exposición de la evolución de la Comunidad, para recoger la devaluación de la peseta que tuvo lugar en mayo de ese mismo año), y que el mes de marzo (así co-

mo el de junio, tras las elecciones en España) existió un periodo de "falsa tranquilidad" dentro del Sistema Monetario Europeo, al mismo tiempo que la "unión monetaria a dos velocidades" era considerada de forma explícita por las autoridades comunitarias y la de los países fuertes del sistema, de forma que sólo una decisión política decidida podría evitarla. No existía, sin embargo, una posición tan decidida por afrontar la unión monetaria en un plazo más corto que el inicialmente previsto, y aunque resultaba evidente que el Sistema Monetario Europeo no podría seguir funcionando en iguales términos que hasta ese momento lo había hecho (no sólo por las tensiones derivadas del proceso de convergencia (o por la falta real de la misma), si no sobretodo por que la solidaridad manifestada con anterioridad a la firma del Tratado de Maastricht se había perdido, ya que los planes de convergencia obligaban a volver la vista hacia problemas nacionales que hasta entonces habían quedado en un segundo plano), no existía un acuerdo real sobre los aspectos en que debía llevarse a cabo la reforma del sistema, seguramente por que la única posibilidad de reforma efectiva era su desaparición, ya que mantener el Sistema Monetario Europeo suponía reconstruir la solidaridad perdida, pero para sostener algo que ya no constituía un fin en si mismo, si no una simple etapa de transición.

En este contexto, las autoridades españolas venían haciendo esfuerzos para mantener a la peseta dentro del Sistema Monetario Europeo, y lograr una convergencia "suficiente" para participar desde el inicio en la moneda europea, sin llegar a plantearse la posibilidad de que para la economía española hubiese podido ser más conveniente permanecer fuera del mismo para in

Introducir un mayor dinamismo en la economía, una vez que la rigidez cambiaria hubiese desaparecido. Sin embargo, a juicio del autor del presente trabajo doctoral, la política presupuestaria seguida en España, con continuos incumplimientos de la previsión de gastos inicialmente realizada, recortes de gastos sin análisis de la coherencia global dentro del mismo, y la práctica (a partir de 1.992) de diferir los pagos como medio de reducir la necesidad de recurrir al Tesoro Público para financiar déficit de caja, unido todo ello al desconocimiento real del gasto público en materia de sanidad, desempleo, Comunidades Autónomas y Entes Locales, etc., al realizarse parte del gasto al margen de los propios presupuestos, generando un volumen de "deuda histórica" (cuya historia habría que analizar a partir de 1.988, en el que se realizó la última regularización de este tipo de gasto incontrolado), se cuantificó inicialmente en algo más de medio billón de pesetas, para rectificar poco después al estimarla en tres cuartos de billón, y aún así existir la duda, que comparto, de si la misma no superará ampliamente el billón de pesetas. En estas circunstancias, resulta muy difícil que las autoridades económicas puedan estimar si se ha logrado el nivel de convergencia exigido en materia de déficit público, al mostrarse incapaces de estimar cual es su valor real (o simplemente no consideran conveniente llevar cabo su cuantificación real, lo cual sería tanto o más grave que lo anterior). Sin embargo, la existencia del mismo, y los problemas crecientes que el pago de dicha "deuda histórica" crean en la gestión de los presupuestos "oficiales" anuales se traducen en problemas de deuda pública y tipos de interés que impiden el logro de otros dos objetivos de convergencia. Una estructura del sistema impo-

sitivo deficiente, y un mercado de trabajo poco flexible no sólo en materia de contratación (cuyo configuración siempre puede ser discutible) sino desde el punto de vista de la articulación de mecanismos ágiles para la creación de empresas, incentivos a la inversión productiva, formación práctica del personal, etc. afectan negativamente al último de los objetivos de convergencia, la tasa de inflación, cuya reducción se enfrenta a elevados costes medidos en términos de empleo. Por lo tanto, resulta difícil que España logre situarse en valores cercanos a los exigidos en el Tratado de Maastricht respecto a los tres indicadores de convergencia incumplidos en esta fecha, es decir, los relativos a la tasa de inflación, los niveles de tipo de interés, y el nivel de déficit público (considerando su valor real). De igual forma, las presiones que va a experimentar la peseta reducirán la posibilidad de sostener a la moneda española dentro del Sistema Monetario Europeo sin llevar a cabo nuevas devaluaciones. Pero a su vez, todos estos factores también influyen para considerar que fuera del ancla que supone la pertenencia de una moneda al Sistema Monetario Europeo la economía española perdería toda posibilidad de acercarse a valores de dichos parámetros aceptables para afrontar a medio plazo la, al parecer, deseada unión monetaria con el resto de la Comunidad Europea por lo que, bajo la premisa de que ese es un objetivo preferente la permanencia dentro de los mecanismos de cambio e intervención del Sistema Monetario Europeo resultan coherentes, aunque el esfuerzo no sea recompensado en un primer momento.

Por todo ello, es muy posible que inicialmente la unión monetaria europea se lleve a cabo sin la participación de España,

y que sean Alemania, Francia, Holanda, Bélgica y Luxemburgo los países que adopten la moneda única, debiéndose sumar posteriormente los demás países bien tras la realización de la convergencia exigida, o bien mediante la aceptación dentro del país de dicha moneda como medio de pago, y la paulatina sustitución de la moneda nacional (lo que exigiría un estricto control monetario para impedir tensiones inflacionistas derivados del incremento de la liquidez del sistema, y se traduciría en la pérdida absoluta de autonomía de la política monetaria —que en todo caso se producirá, con independencia del mecanismo adoptado para la adopción de la moneda única—). La participación de algún otro país, además de los cinco citados, cuya grado de convergencia permita la adopción de la moneda única por su parte dependerá de la voluntad de sus autoridades políticas.

En estas condiciones, la participación de España en la moneda única desde el momento inicial de su implantación sólo podría responder a una voluntad política de los países de la Comunidad (forzada por una posición de rigida española en algún tema comunitario, como podría ser la adhesión de nuevos países a la Comunidad Europea), pero sin olvidar que la misma se produciría en condiciones de intercambio de moneda nacional respecto a la nueva moneda europea, y bajo reglas de emisión que vendrían marcadas por los cinco países citados (y que ante la nefasta experiencia de la unificación monetaria alemana no sería muy favorable para España).

Aunque tal vez parezca más lógica la primera de las soluciones indicadas, la creencia personal de que, una vez implantada la moneda única europea, España no lograría afrontar un período transitorio de convergencia sin experimentar importan

tes tensiones económicas (laborales, inflacionistas --o deflacionistas, según la actitud de las autoridades económicas españolas--, cambiarias y financieras en general, etc.), llevan al autor de este trabajo doctoral a considerar como más aceptable la segunda opción, sin olvidar los costes que de ella se derivarían. Y, en mi opinión, ésta va a ser la solución que, una vez que Alemania logre forzar una devaluación de la peseta hasta valores aceptables para realizar el intercambio, que es la táctica seguida por las autoridades monetarias germanas, con la aquiescencia de las francesas, desde la crisis danesa de 1.992, va a llevarse a cabo, a través de un acuerdo de carácter político, ya que la primera opción podría poner en peligro la propia continuidad del sistema. Un caso diferente será la participación en la moneda única europea de otros países que inicialmente no deseen hacerlo, y a los cuales tal vez sea la fuerza de los hechos la que les obligue a adoptar la misma.

En cualquier caso, resulta muy probable que, si no al finalizar el presente siglo, sí al comienzo del próximo, la peseta desaparezca como moneda española, y la moneda europea se utilice en España, iniciándose con ello una fase económica muy diferente a cualquiera de las anteriores, y desde mi punto de vista, mucho más beneficiosa y productiva que cualquiera de ellas, aunque no puede dudarse que el beneficio que se obtenga dependerá, durante mucho tiempo, de la forma en que se lleve a cabo esta fase inicial que se ha venido contemplando en este trabajo doctoral.

CONCLUSIONES FINALES

Una vez terminada la exposición de los diferentes aspectos que constituyen el presente trabajo doctoral resulta aconsejable exponer de forma resumida las diferentes conclusiones que se pueden derivar del mismo, a partir de la aproximación teórica, histórica e institucional que he realizado sobre el problema de la unión monetaria.

Voy a exponer estas conclusiones finales en tres apartados, partiendo de unas conclusiones genéricas, para posteriormente referir aquellas más concretas referidas al proceso de unión monetaria europea, para terminar con una breve referencia a la relevancia del proceso en el caso de España.

CONCLUSIONES GENERALES

* De lo expuesto en el trabajo doctoral se deduce que un sistema de tipos de cambio fijos constituye un ámbito de actuación más adecuado para combatir un proceso inflacionario que un régimen de tipos de cambio fluctuantes.

* La existencia de libertad de movimientos de capitales dentro de un régimen de tipos de cambio fijos impide a los países participantes en el sistema llevar a cabo una política monetaria autónoma, debiendo coordinar sus actuaciones monetarias a la del resto de los países de su entorno respecto a cuyas monedas debe mantener la paridad.

* La existencia de un cierto grado de flexibilidad en los cambios, mediante la utilización de sistemas con banda de fluctuación, o paridades ajustables permite a los países un mayor grado de libertad en sus actuaciones de política monetaria,

si bien no significa que puedan desarrollar una política totalmente autónoma si se desea que el tipo de cambio nominal de su moneda se mantenga estable. Una total descordinación entre la política monetaria de un país y la seguida por los demás de su entorno, así como la adopción de medidas de política económica que no sean coherentes con el valor que se desea para la moneda tienen como consecuencia, ante la libertad de movimiento de capitales, que se generen tensiones dirigidas a alterar la paridad de la moneda, provocando tarde o temprano realineamientos dentro del sistema, que de repetirse en el tiempo irían en contra de la estabilidad cambiaria que se deseaba obtener con la pertenencia al mismo.

* La total estabilidad cambiaria se logra estableciendo bien un régimen de tipos de cambio fijos, sin posibilidad de alteración de las paridades entre las monedas, o estableciendo una moneda única para todos los países del sistema.

* Sin necesidad de establecer un sistema de tipos de cambio fijos, ni de implantar una moneda única, puede lograrse un cierto grado de estabilidad de los tipos de cambio nominales que permita una mayor eficacia de las políticas económicas dirigidas a reducir la inflación. Para lograrlo resulta preciso establecer un determinado valor de nuestra moneda respecto a un referente conocido y estable, que goce de un suficiente grado de independencia tanto respecto a nuestra moneda como respecto a otras monedas del sistema, de forma que un objetivo de la política económica sea mantener ese "tipo de cambio" respecto al referente.

* El referente puede ser una mercancía o tener carácter monetario, y ser unitario o estar constituido por un conjunto de bienes o monedas, ponderados de acuerdo a unos determinados parámetros preestablecidos. Atendiendo a aspectos relevantes respecto a la posibilidad de utilización del referente se deduce que los referentes de carácter monetario responden mejor al objetivo deseado que los denominados "patrones-mercancía". Así las "cestas de monedas" resultan preferibles que dichos "patrones mercancía", tanto por su mayor representatividad y aceptación como por las ventajas de liquidez y rendimiento que presentan, frente a menores problemas de almacenamiento y transporte.

* Si se desea lograr una cierta independencia del sistema, resulta preferible utilizar un referente interno a uno de carácter externo, de forma que las perturbaciones externas tengan el menor efecto posible sobre su funcionamiento.

* La comparación entre una "cesta de monedas" y una "moneda individual" resulta más compleja, y la preferencia respecto a una u otra como referente del sistema deberá tener en cuenta el objetivo que se desee alcanzar. Aunque para establecer una moneda única partir de un sistema basado en una "cesta de divisas" resultaría más conveniente que tener como base tan solo la existencia de monedas cuya única relación fuesen los tipos de cambio bilaterales, éstos podrían facilitar dicha implantación si la fluctuación que se les permitiese fuera muy reducida. Por el contrario, para lograr la estabilidad monetaria mediante el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos la existencia previa de una "cesta de monedas" que

sirviese de referente podría resultar perjudicial por los efectos que su funcionamiento previo pudiese inducir en el sistema.

* Establecer como referente del sistema una moneda individual, no externa al mismo, presenta como problema principal la elección entre utilizar una moneda nacional de alguno de los países del sistema, o implantar una moneda nueva (que he venido denominando "moneda común" para diferenciarla de la "moneda única"). Ante las dificultades de la aceptación de la moneda de otro país parece preferible implantar una moneda adicional cuyo valor y características pueden ser acordadas de forma conjunta por todos los países del sistema.

* Ante la voluntad de implantar una moneda única, como objetivo con el que alcanzar la estabilidad cambiaria, la existencia previa de una "cesta de monedas" o una "moneda paralela" no resulta indiferente respecto a la forma de llevar a cabo el proceso de implantación de dicha moneda única:

- La existencia previa de una "cesta de monedas" llevaría a considerar como deseable un periodo de implantación tan reducido como fuese posible, para evitar que se desarrollasen tensiones entre las diferentes monedas que componen la "cesta".

No obstante, llevar a cabo un periodo de implantación reducido se ve dificultado por las diferentes situaciones de partida de los países del sistema, los cuales una vez implantada la moneda única van a tener que desarrollar políticas económicas coherentes con la política monetaria única del sistema, aunque no sean las más oportunas para alcanzar alguno de sus objetivos internos.

- La existencia de una moneda "común", que coexista con las monedas nacionales (o que incluso sea una de ellas), podría permitir un periodo de transición más amplio, en el que se intentase desarrollar una estrategia de "moneda paralela" por la que las monedas nacionales fuesen siendo abandonadas, por imposición del propio mercado, en beneficio de la propia moneda "común".

Sin embargo, los importantes problemas que presenta la sustituibilidad entre monedas no permiten optar por esta solución.

* Además del momento de la implantación de la moneda única, y del periodo de transición necesario para llevar culminar el proceso, un aspecto esencial que debe tenerse en cuenta es el tipo de cambio aplicable a la misma en relación con las monedas nacionales en el momento en que se produzca la sustitución, ya que de ello puede depender el funcionamiento futuro de la unión monetaria. La existencia de algún referente dentro del sistema puede constituir una ventaja para lograr una adecuada valoración de las diferentes monedas, pero no es suficiente para determinar el mismo ya que:

- La existencia previa de una "cesta de divisas" puede servir como base para el intercambio, si bien por el simple hecho de la existencia del proceso de unión monetaria se van a generar tensiones cambiarias entre las divisas de los diferentes países, sin que todas ellas puedan explicarse en función de la adaptación de los valores de las respectivas monedas a la realidad económica de cada país.

- De existir una moneda "común" su estabilidad puede verse afectada por el propio proceso de unión monetaria.

Estos problemas de influencias cruzadas puede llevar a que, llegado el momento del cambio, dicho valor tenga un carácter más "político" que económico.

* La existencia de una moneda única hace aconsejable la creación de una institución emisora también única, es decir, un banco central único del sistema, desapareciendo los bancos centrales nacionales como instituciones independientes. Este banco central tendría como funciones más relevantes la de emisión de la nueva moneda, y la articulación de la política monetaria única del sistema, desarrollando dentro del mismo idénticas funciones que las que llevaban a cabo los desaparecidos bancos centrales en sus respectivos países.

* La implantación de una moneda única introduce un alto contenido de irreversibilidad al proceso que no se logra con el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos, cuya disciplina puede ser abandonada. La desaparición de las monedas nacionales en beneficio de la nueva moneda creada tiene aspectos tanto económicos como psicológicos (tan importantes a veces en la economía) que hacen más difícil deshacer el proceso, y es esta una de las causas de la existencia de importantes resistencias para su implantación.

* De igual forma, la implantación de un banco central único, y la desaparición de los bancos centrales nacionales, al mismo tiempo que cada país pierde la potestad de emisión de mo-

neda, tiene importantes notas de irreversibilidad, y constituye una pérdida de soberanía nacional difícilmente asumible de no existir un convencimiento de que el sistema a implantar es mejor que el que se desea abandonar.

* El ámbito en el que se quiere llevar a cabo el proceso de unión monetaria, y las divergencias entre los países del sistema son dos aspectos a tener en cuenta a la hora de analizar y determinar como debe desarrollarse todo el proceso de integración (e incluso si ese objetivo de unión monetaria es posible a corto plazo).

CONCLUSIONES RESPECTO A LA UNION MONETARIA EUROPEA

Por lo que se refiere al proceso de unión monetaria europea iniciado con el Tratado de Maastricht, tras varios intentos fallidos (y no por ello menos coherentes y perfectos en su planteamiento), las anteriores conclusiones deben ser contempladas, y aplicadas en su totalidad, pero teniendo en cuenta de que, al tratarse del análisis de una situación real, se parte de ciertas premisas, constituidas por hechos ciertos, que no son extrapolables a otros países o comunidades internacionales:

- Dentro de la Comunidad Europea existía un sistema de tipos de cambio fijos de paridad ajustable, con banda de fluctuación, el Sistema Monetario Europeo, basado en la existencia de una "cesta de monedas" que servía de referente al mismo.

- La Comunidad Europea parece dispuesta a establecer

una unión monetaria, como parte sustancial de un proceso de unión económica, e incluso política.

- El Tratado de Maastricht incluye la implantación de una moneda única, en detrimento de la posible adopción de un sistema de tipos de cambio fijos, y establece que dicha moneda sea diferente de las monedas nacionales.

- El Tratado de Unión Europea establece una serie de requisitos para los países que deseen implantar la moneda única.

- Existen importantes diferencias de tipos económico (y de otra naturaleza) entre los países comunitarios. Esta diferencia tiene como consecuencia que un número importante de los mismos no están, ni lo estarán a medio plazo, en disposición de cumplir los requisitos establecidos en el Tratado para poder adoptar la moneda única europea en el momento inicial.

Teniendo en cuenta estas premisas, y considerando que las conclusiones generales expuestas anteriormente son aplicables a la Comunidad Europea, se pueden deducir las siguientes conclusiones específicas:

* Las medidas liberalizadoras adoptadas en la Comunidad Europea no son extrapolables a otros países de forma automática, ya que responden a un proceso histórico, iniciado hace más de veinticinco años, y a una voluntad política de integración, que no resulta fácil de lograr entre tantos países.

* El proceso de unión monetaria es sólo una parte del

proceso de unión económica que la Comunidad Europea ha emprendido.

* El logro de la estabilidad monetaria resulta imprescindible para poder llevar a efecto el proyecto de mercado único europeo, y que sus beneficios se manifiesten en el plazo más corto posible.

* La elección de una moneda única europea responde a un deseo de lograr la irreversibilidad del proceso, impidiendo que se mantengan de forma indefinida situaciones intermedias que, en momentos de tensión, puedan tener efectos negativos sobre los logros ya alcanzados, o aquellos que se esté en proceso de lograr.

Asimismo, la implantación de una moneda única como opción preferible a otras alternativas que lograsen dar carácter irreversible al proceso, según el punto anterior, viene dada por el propio marco socio-económico de la Comunidad, con varios países relevantes en la escena mundial, teniendo la moneda de dos de ellos una importancia indudable tanto fuera de la Comunidad como dentro de ella, y las diferentes situaciones de los países miembros que harían difícil articular una política monetaria común, y mucho más una política monetaria única.

* El periodo de transición entre la situación actual y la adopción futura de la moneda única no debe prolongarse más allá de lo estrictamente necesario para establecer los términos y forma del cambio entre las monedas nacionales que desaparecen y la nueva moneda implantada, ya que lo contrario podría generar tensiones económicas que irían en perjuicio del propio ob-

Jetivo de unión monetaria, así como de los diferentes logros ya alcanzados con anterioridad en distintos campos, como consecuencia de la existencia de la Comunidad Europea.

* La creación de un Banco Central Europeo, emisor de la moneda única, que sustituya a los bancos centrales nacionales, constituye una medida lógica y complementaria a la implantación de una moneda única, aunque este requisito no es imprescindible para la unión monetaria.

Sin embargo, en el caso de que no se instituyese dicha autoridad monetaria, sí deberían establecerse una serie de medidas muy rígidas para la emisión de la moneda única, y respecto a la total independencia de las autoridades monetarias de los países miembros, así como a sus funciones en el nuevo marco financiero y cambiario. La adopción de estas medidas y el cumplimiento de estas condiciones estrictas tendrían en la práctica un efecto aún más rígido que la existencia de una única institución monetaria, sin que garantizase plenamente la ausencia de tensiones en momentos de crisis. Por lo tanto, una vez tomada la decisión de implantar una moneda única, asumiendo todos los costes y dificultades que de ello se deriva, no debiera dudarse de la conveniencia de que una única institución, independiente, lleve a cabo las funciones derivadas de su existencia.

* Un proceso de integración económica de la importancia de la Unión Económica Europea (con independencia de los aspectos políticos de la integración) va a exigir un importante sacrificio (en aras de un beneficio futuro mayor), tanto en términos económicos como sociales, que deberán tenerse en cuenta si se llega a plantear en algún momento su abandono, una vez

implantado el mismo. Al coste que se produce cuando un país, o grupo de países, decide abandonar el régimen de tipos de cambio que mantenía hasta entonces sería necesario añadir el que se deriva de la implantación de la moneda única (y sin duda, éste es uno de los aspectos con mayor peso para dudar sobre la conveniencia de su adopción).

* Por último, ante la decisión de implantar la moneda europea única, resultaría más conveniente la participación de todos los países que deseen adoptarla, y estén dispuestos a llevar a cabo políticas de ajuste dentro de sus economías para reducir en el menor plazo posible las divergencias con los restantes países comunitarios (tanto más cuanto los últimos realineamientos dentro del Sistema Monetario Europeo van dirigidos a forzar ese acercamiento), y el período transitorio para la implantación de esa moneda única no debe extenderse demasiado en el tiempo si no quiere correrse el riesgo de que las diferencias entre los mismos en lugar de reducirse se amplíen, ante las incertidumbres que se generan.

La adopción de medidas de carácter "regional" (equiparando región a país comunitario) van a resultar imprescindibles tanto si estos países participan en el proceso de unión monetaria al iniciarse como si deben esforzarse para incorporarse en un momento posterior. Al igual que serán necesarias otras políticas sectoriales, en cualquier caso. La adopción de las mismas será menos penosa para estos países si las contemplan desde "dentro del tren" que si tienen la impresión de estar corriendo "detrás del carro", ya que esta última sensación puede degenerar en una falta de incentivo para "seguir corriendo".

* El Sistema Monetario Europeo va a experimentar importantes tensiones, debido a las dificultades de los países para desarrollar los planes de convergencia y, al mismo tiempo, mantener sus paridades monetarias, tanto más cuanto la economía mundial se encuentra en un periodo de recesión importante. Ante esta situación los abandonos del sistema, junto al establecimiento de algún tipo de controles a los movimientos de capitales van a ser las respuestas que, de retrasarse demasiado la implantación de la moneda única, van a dar los países comunitarios.

CONCLUSIONES RESPECTO AL PROCESO DE INTEGRACION EN ESPAÑA

* España ha sido uno de los países comunitarios que más interés ha manifestado respecto al proceso de unión europea, y desde la fecha de su adhesión ha dado muestras de una voluntad política de participar de forma activa en el mismo. No obstante, dentro del marco planteado, España se encuentra dentro de ese grupo de países que no cumplen los requisitos establecidos por el Tratado de Maastricht para poder implantar la moneda europea en un primer momento.

Esta situación se debe no sólo a la situación de partida, desfavorable sin duda, si no también a la incoherencia de alguna de las medidas de política económica adoptadas. Un elevado déficit público, generador de deuda pública, e incentivador de procesos inflacionarios, así como centrar la política monetaria en unos elevados tipos de interés, como base del mantenimiento del tipo de cambio de la moneda, sin desarrollar medidas de carácter estructural dentro de los distintos mercados, sin alterar el sistema impositivo, y con una ignorancia real del compo-

nente del déficit público hace imposible no ya alcanzar los requisitos, si no también comprobar su cumplimiento real. Por lo tanto, resulta muy probable que la moneda única europea no sea implantada en España en el momento inicial, si sólo se atiende a los factores económicos de la misma, representados en los diferentes criterios de convergencia que establece el Tratado de Unión Europea.

* La participación de España en la moneda única europea desde el momento inicial respondería, de producirse, a una voluntad política, basada tanto en el convencimiento de que no es conveniente que las monedas débiles del sistema queden fuera del proceso de unión monetaria, como de que los países de moneda fuerte necesitan el respaldo de los primeros para llevar sus proyectos de ampliación de la Comunidad Europea, y el desarrollo del mercado único, en el marco de la libertad de movimientos de capitales.

* De no participar desde el inicio en el sistema de moneda única, España difícilmente lograría, a medio plazo, alcanzar la convergencia necesaria para su ulterior incorporación, lo que se traduciría en importantes tensiones económicas y sociales.

* Las devaluaciones de la peseta, forzadas por Alemania y Francia, constituyen una medida previa para poder permitir el acceso de España al proceso de unión monetaria desde el inicio, sin que nuestro país parta de una posición de ventaja, desde el punto de vista monetario, que no se corresponda con la situación real de la economía Española.

* No obstante, para que esta participación de España en la moneda única desde el primer momento pueda llegar a producirse, sería necesario que se desarrollase un verdadero proceso de ajuste, atendiendo a las causas que provocan las diferencias de la economía española con las economías de los restantes países de la Comunidad Europea.

NOTAS BIBLIOGRAFICAS

- 1 Luis Angel Rojo (1.984)
 "Renta, precios y balanza de pagos" (pág. 203)
- 2 Luis Angel Rojo (1.984)
 ob. cit. (pág. 207)
- 3 John Stuart Mill
 "Principios de economía política" (pág. 229)
- 4 Martín de Azpilcueta
 "Comentario resolutorio de cambios"
- 5 Tomás de Mercado
 "Summa de Tratos y Contratos"
- 6 Luis Angel Rojo (1.984)
 ob. cit. (págs. 204 y 208)
- 7 Luis Angel Rojo (1.984)
 ob. cit. (págs. 203, 204 y 207)
- 8 Friedrich A. Hayek
 "La desnacionalización del dinero" (pág. 97)
- 9 John Stuart Mill
 ob. cit. (págs. 431 y 434)

- 10 Antonio Argandoña (1.981)
"La teoría monetaria moderna. De Keynes a la década
de los ochenta"
- 11 Mark Blaug (1.985b)
"Teoría económica en retrospectiva" (pág. 756)
- 12 Antonio Argandoña (1.981)
ob. cit. (págs. 84 y 85)
- 13 Friedrich A. Hayek
ob. cit. (pág. 79)
- 14 E. Malinvaud (1.985a)
"Paro masivo"
- 15 P.A. Samuelson y W.D. Nordhaus
"Economía" (pág. 299)
- 16 M. Chacholiades
"Economía Internacional" (pág. 528)
- 17 Luis Alberto Alonso
"La tasa de crecimiento no aceleradora de la inflación"
- 18 María Josefa Molina (1.980)
"Unión monetaria: el caso de la CEE" (pág. 165)
- 19 Mark Blaug
ob. cit. (pág. 771)
- 20 Mark Blaug
ob. cit. (pág. 768)

- 21 Mark Blaug
ob. cit. (pág. 768)
- 22 Luis Angel Rojo (1.984)
ob. cit. (pág. 440)
- 23 R. Dornbusch y S. Fischer
"Macroeconomía" (pág. 285)
- 24 J.K. Galbraith
"El dinero"
- 25 Milton Friedman (1.969)
"El papel de la política monetaria"
- 26 Luis Angel Rojo (1.981)
"La política monetaria en un proceso de <<ajustes
positivos>>" (pág. 172)
- 27 R. Alvarez Blanco
"El Sector Público en España. Clasificación.
Fuentes y Cuentas"
- 28 E. Fuentes Quintana (1.983)
"Hacienda Pública" (págs. 231 y 232)
- 29 E. Fuentes Quintana (1.983)
ob. cit. (pág. 274)
- 30 E. Fuentes Quintana (1.983)
ob. cit. (págs. 16 a 23)
- 31 P. Samuelson y W. Nordhaus
ob. cit. (págs. 424 y 425)

- 32 R. Dornbusch y S. Fischer
ob. cit. (pág. 457)
- 33 P.A. Samuelson y W.D. Nordhaus
ob. cit. (pág. 10 y 433)
- 34 R. Dornbusch y S. Fischer
ob. cit. (págs. 477 a 484)
- 35 Allan Fells
"Políticas de rentas" (págs. 59 y 61)
- 36 Luis Alberto Alonso
obra citada
- 37 Mark Blaug
ob. cit. (pág. 213); y
John Stuart Mill
ob. cit. (pág. 554)
- 38 John Stuart Mill
ob. cit. (pág. 547 y ss.)
- 39 John Stuart Mill
ob. cit (pág. 556)
- 40 John Stuart Mill
ob. cit. (pág. 557)
- 41 Mark Blaug
ob. cit. (pág. 522)
- 42 Mark Blaug
ob. cit. (pág. 657)

- 43 John Maynard Keynes
"Teoría General de la ocupación, el interés
y el dinero" (pág. 182)
- 44 John Maynard Keynes
ob. cit. (pág. 151)
- 45 John Maynard Keynes
ob. cit. (pág. 157)
- 46 John Maynard Keynes
ob. cit. (pág. 150)
- 47 Joan Robinson
"La acumulación de capital" (pág. 25)
- 48 Joan Robinson
ob. cit. (pág. 49)
- 49 P.A. Samuelson y W.D. Nordhaus
ob. cit. (pág. 63)
- 50 P.A. Samuelson y W.D. Nordhaus
ob. cit. (pág. 789)
- 51 R. Dornbusch y S. Fischer
ob. cit. (pág. 187)
- 52 Milton Friedman (1.982)
"Teoría de los precios" (págs. 349 y 350)
- 53 John Maynard Keynes
ob. cit. (pág. 104)

- 54 John Maynard Keynes
ob. cit. (pág. 35)
- 55 John Maynard Keynes
ob. cit. (pág. 190)
- 56 John Maynard Keynes
ob. cit. (pág. 198)
- 57 Antonio Argandoña (1.981)
"La teoría monetaria moderna" (pág. 268)
- 58 Antonio Argandoña (1.981)
ob. cit. (págs. 273 y ss.)
- 59 Luis Angel Rojo (1.984)
ob. cit (pág. 325)
- 60 Luis Angel Rojo (1.984)
ob. cit. (pág. 127)
- 61 P.A. Samuelson y W.D. Nordhaus
ob. cit. (pág. 385)
- 62 John Maynard Keynes
ob. cit. (págs. 154; 176 y 177)
- 63 John Maynard Keynes
ob. cit. (págs. 154 y 176)
- 64 Antonio Argandoña (1.981)
ob. cit. (pág. 170)

- 65 John Maynard Keynes
ob. cit. (págs. 154; 176 y 178)
- 66 John Maynard Keynes
ob. cit. (págs. 177 y 178)
- 67 John Maynard Keynes
ob. cit. (pág. 155)
- 68 P.A. Samuelson y W.D. Nordhaus
ob. cit. (pág. 379)
- 69 M. Friedman (1.969)
"El papel de la Política Monetaria"
- 70 R. Dornbusch y S. Fischer
ob. cit. (pág. 647)
- 71 R. Dornbusch y S. Fischer
ob. cit. (pág. 660)
- 72 M. Chacholiades
ob. cit. (pág. 572)
- 73 Emilio Ontiveros y otros (1.991)
"Mercados financieros internacionales" (pág. 51)
- 74 Emilio Ontiveros (1.991)
ob. cit. (Capítulos II, III y IV) y
Luis Angel Rojo (1.984)
ob. cit. (págs. 260 a 268)
- 75 Luis Angel Rojo (1.984)
ob. cit. (pág. 216)

- 76 Fondo Monetario Internacional
"Manual de Balanza de Pagos"
- 77 Luis Angel Rojo (1.984)
ob. cit. (pág. 269)
- 78 Luis Angel Rojo (1.984)
ob. cit. (págs. 268 a 274)
- 79 Luis Angel Rojo (1.984)
ob. cit. (pág. 279)
- 80 Jan Tinbergen
"Hacia una economía mundial" (pág. 128)
- 81 Luis Angel Rojo (1.984)
ob. cit. (págs. 260 y ss.)
- 82 M. Chacholiades
ob. cit. (pág. 392)
- 83 P.A. Samuelson y W.D. Nordhaus
ob. cit. (pág. 1.072)
- 84 M. Chacholiades
ob. cit. (pág. 392)

85 La estructura y funcionamiento del Sistema Monetario Europeo han sido perfectamente descritos por diversos autores que lo abordan de muy distinta manera. Sin considerar los análisis específicos sobre alguna materia del mismo, conviene destacar:

- Para una explicación sucinta, pero completa, y muy clara:

*** Juan Pérez-Campanero**

"El Sistema Monetario Europeo y el ECU" y

*** Emilio Ontiveros y otros**

"Mercados Financieros Internacionales" (Cap. 5)

- Para su consideración dentro del contexto de la Comunidad Europea:

*** María Josefa Molina Requena (1.987)**

"España y la Economía del Mercado Común"

- Un análisis exhaustivo de su evolución y razones de sus características se encuentra en:

*** Ricardo Briz de Labra y Domingo Carbaño Vasco**

"Política Monetaria Europea: Componentes y Evolución"

Gran parte de las ideas expresadas en el presente trabajo doctoral son debidas a alguno de estos autores, si bien no se indicarán de forma expresa para no romper la continuidad del análisis, salvo que se utilice algún argumento en iguales términos que el de los autores, en cuyo caso figurará la referencia.

- 86 **María Josefa Molina Requena (1.990)**
 "Sistemas Monetarios y Unidades de Cuenta: el ECU"
- 87 **María Josefa Molina Requena (1.990)**
 obra citada
- 88 **Juan Pérez Campanero (1.990)**
 "El Sistema Monetario Europeo y el ECU" (págs. 26 a 32)
- 89 **Ricardo Briz de Labra y Domingo Carbajo Vasco**
 "Política Monetaria Europea: Componentes y
 Evolución" (pág. 225)
- 90 **Bernardo M. Cremades y Carlos Pazos (1.990)**
 "El ECU privado: aspectos jurídicos desde la óptica
 española"
- 91 **Comisión de las Comunidades Europeas**
 "Creación de un Espacio Económico Europeo" (pág 46)
- 92 **Comisión de las Comunidades Europeas**
 "Informe sobre la unión económica y monetaria de la
 Comunidad Europea. Informe Delors (punto 14)
- 93 **Daniel Manzano y Belén Mateos**
 "La convergencia europea: el indicador AFI"
- 94 **Richard N. Cooper (1.989)**
 "¿Hacia un patrón mercancía internacional?" (pág. 23)
- 95 **John Maynard Keynes**
 ob. cit. (págs. 201 a 214)

- 96 El Tratado de Roma, al igual que el Acta Unica Europea y el Tratado de Maastricht, además de su publicación oficial, ha sido objeto de muy diversas ediciones. El autor del presente trabajo doctoral, ha utilizado, además de diversas obras en las que se analizaba su contenido, el texto de la Editorial Civitas, pues su perfecto índice permite una rápida interrelación entre términos análogos.
- 97 Robert Triffin
"El caos económico".
- 98 Acta Unica Europea (ver nota 85)
- 99 Manuel y Félix Varela Parache
"El Sistema Monetario Internacional. Presente y Futuro".
- 100 R. Briz de Labra y D. Carbajo
"Política Monetaria Europea. Componentes y Evolución" (pág. 31)
- 101 Comisión de las Comunidades Europeas
"Creación de un espacio financiero europeo" y
Dominique Servais
"Un espacio financiero europeo"
- 102 Comisión de las Comunidades Europeas
"Las finanzas públicas de la Comunidad Europea.
El presupuesto europeo tras la reforma de 1.988"
- 103 Ernő Palla (1.989-90)
"El sector exterior y la entrada de España
en el SME" (pág. 50)

104 Desde enero de 1.991, la cesta de monedas del Derecho Especial de Giro se compone de los siguientes porcentajes:

Dólar USA	40 %
Marco alemán	21 %
Yen Japonés	17 %
Franco francés	11 %
Libra esterlina	11 %

B I B L I O G R A F I A

AGUADO, Saturnino

- * "Un modelo monetario simple de determinación del tipo de cambio. La cotización peseta-dólar (1977-1980)"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 632
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.986

AGUERA SIRGO, José Manuel

- * "Mercado Unico Europeo y mundialización de la economía. La estrategia de un gigante"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

ALBARRACIN, Jesús

- * "La economía de mercado"
Editorial Trotta. Madrid, 1.991

ALCAIDE INCHAUSTI, Julio

- * "Política de rentas"
Información Comercial Española. Revista de Economía
números 676-677
Minist. de Economía y Hacienda. Madrid, dic. 89-enero 1990

ALFONSO, Felipe J.

- * "Control contable del riesgo de cambio"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 647
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, Julio 1.987

ALONSO GONZALEZ, Luis Alberto

- * "La tasa de crecimiento no aceleradora de la inflación"
Revista de "Moneda y Crédito" nº 177 Madrid, Junio 1.987

ALONSO RODRIGUEZ, José Antonio

- * "El sector exterior"
España, Economía
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.990

ALVAREZ, Luis Julián; DELRIEU, Juan Carlos; y JAREÑO, Javier

- * "Previsión cuantitativa y su valoración subjetiva: la predicción restringida en el análisis económico"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, octubre 1.992

ALVAREZ BLANCO, Rafael

- * "El sector público en España: Clasificación. Fuentes y cuentas"
Servicio de Estudios del Banco de España
Estudios Económicos nº 24
Banco de España. Madrid, 1.982

ALVAREZ PASTOR, Daniel y EGUIDAZU, Fernando

- * "El sistema español de control de cambios"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero nº 38: "Libertad de movimientos de capitales. Aspectos cambiarios y fiscales")
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
Madrid, 1.992
- * "El mercado de divisas y el tipo de cambio"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 641
Ministerio de Educación y Ciencia. Madrid, enero 1.987

ALLEN WALLIS, W.

- * "El efecto de los cambios en Europa sobre las relaciones transatlánticas"
Revista nº 2/1991 del Instituto de Estudios Económicos:
La unión económica y monetaria de Europa en una perspectiva liberal.
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.991

ALZOLA ELEXPURU, José Luis

- * "El mercado de divisas en España: volumen y composición"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, septiembre 1.989
- * "La cotización a plazo de la peseta y las entradas de capital"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, marzo 1.989

- * "La evolución del tipo de cambio de la peseta en el período 1.986-90: causas y efectos"
Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)
Colección Debates 5: El tipo de cambio de la peseta ante el mercado único y la unión monetaria europea
FEDEA y Ediciones Mundi-Prensa Madrid, 1.992

ANDIC, Suphan y TEITEL, Simón

- * "Integración económica"
Fondo de Cultura Económica. México, 1.977

ANDREU, José Miguel

- * "Un análisis de la política monetaria española (1939-1989)"
Información Comercial Española. Revista de Economía
números 676-677
Minist. de Economía y Hacienda. Madrid, Dic.89-Enero 1990

AREILZA, José María de

- * "La unión política europea: algunas consideraciones a propósito del Tratado de Maastricht"
Cuestiones fundamentales de economía: España y la Unión Europea. Las consecuencias del Tratado de Maastricht"
Real Academia de Ciencias Morales y Políticas
Círculo de Lectores y Plaza & Janés. Barcelona, 1.992

ARESTIS, Philip

- * "Planteamientos sobre un posible Banco Central Europeo"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 701
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid, enero 1.992

ARGANDONA RAMIZ, Antonio

- * "El conflicto entre la política monetaria y la peseta"
Fundación de Estudios Sociológicos (FUNDES), Club de los 90 y Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)
Colección Debates 3: Política monetaria e inestabilidad financiera
- * "El fracaso del modelo laboral español"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid, diciembre 1.991
- * "Ensayos sobre política monetaria española"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.987

- * **"La teoría monetaria moderna. De Keynes a la década de los ochenta"**
Editorial Ariel. Madrid, 1.981
- * **"Las empresas españolas ante el Sistema Monetario Europeo"**
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987
- * **"Las políticas estructurales"**
Economistas, nº 53 Febrero-Marzo 1.992
Colegio de Economistas de Madrid, 1.992
- * **"Política de tipo de cambio y política monetaria en España, 1.974-85"**
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 639
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.986

ARGANDOÑA RAMÍZ, Antonio y GARCÍA DURAN, José Antonio

- * **"La economía española en cifras"**
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.985

ARIZTEGUI, Javier

- * **"La política monetaria"**
España, Economía
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.990

ARNEDO ORBANANOS, Miguel A.

- * **"La contribución del ECU al desarrollo del mercado europeo de capitales"**
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 669
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.989

ARTIS, Michael J.

- * **"Controles de cambio y SME"**
Colección "Perspectivas europeas": Creación de un espacio financiero europeo"
Comisión de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.988
- * **"La integración en el Sistema Monetario Europeo: el debate del Reino Unido"**
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988

- * "The United Kingdom and the EMS"
Centre for European Policy Studies, Brussels and
the Bank of Greece: The European Monetary System
in the 1.990's.
Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and
Longman Group UK Limited. London, 1.990.

ARTIS, Michael J. y MILLER, M.H.

- * "Sobre la adhesión al SME"
Información Comercial Española. Papeles de Economía nº 2.079
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.987

ARTIS, Michael J. y TAYLOR, Mark P.

- * "Exchange rates, interest rates, capital controls and the
European Monetary System: assessing the track record"
Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici
per la Política Economica y Centre for Economic Policy
Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.989

AYUSO, Juan

- * "Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre
la volatilidad de las variables financieras españolas"
Servicio de Estudios del Banco de España
Documento de Trabajo nº 9106
Banco de España, Madrid 1.991

AYUSO, Juan y RESTOY, Fernando

- * "Eficiencia y primas de riesgo en los mercados de cambio"
Servicio de Estudios del Banco de España
Documento de Trabajo nº 9225
Banco de España, Madrid 1.992

AZOFRA PALENZUELA, Valentín

- * "El sistema de la Directiva 88/361/CEE y los instrumentos
jurídicos para la libre circulación de capitales"
Centro de Documentación Europea de la Universidad de
Valladolid: Libre circulación de capitales en la CEE
Editorial Lex Nova. Valladolid, 1.990

AZPILICUETA, Martín de

- * "Comentario resolutorio de cambios"
Consejo Superior de Investigaciones Científicas.
Madrid, 1.959

BACCHETTA, PHILIPPE

- * "Por que es necesaria una devaluación de la peseta"
Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)
Colección Debates 5: El tipo de cambio de la peseta ante el
mercado único y la unión monetaria europea
FEDEA y Ediciones Mundi-Prensa Madrid, 1.992

BAILEY, Martín J.

- * "Renta nacional y nivel de precios"
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.983

BAIN, Keith y LOWE, Peter

- * "Las bases teóricas e históricas de la coordinación
internacional de las políticas económicas"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 701
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, enero 1.992.

BAJO RUBIO, Oscar

- * "Modelos monetarios del tipo de cambio y evidencia
econométrica. Un análisis de los casos peseta-dólar
y peseta-marco"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 632
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.986
- * "Modelos monetarios del tipo de cambio y evidencia
econométrica. Nuevo examen de los casos peseta-dólar
y peseta-marco"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 647
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, Julio 1.987
- * "Sobre la contribución del SME a la desinflación europea"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988

BANCO DE ESPAÑA

- * "La economía española: diagnósticos y soluciones
(selección de informes anuales)"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.985

- * "La economía española en la Unión Monetaria Europea.
(conferencia del Gobernador del Banco de España
en la XXII Reunión Internacional Bancaria)
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, septiembre 1.989
- * "UEM: Sin cambiar de rumbo
(Una propuesta para que la Conferencia Intergubernamental sea un éxito)"
Boletín Económico del Banco de España.
Banco de España. Madrid, octubre 1.990
- * "Conferencia del Gobernador del Banco de España en la
clausura de las XVI Jornadas de Mercado Monetario"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, mayo 1.989

BARRO, Robert J.

- * "Macroeconomía"
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.991

BASEVI, Giorgio

- * "La liberalización de los movimientos de capital en la
Comunidad Europea: una propuesta, con especial refe-
rencia al caso de Italia"
Colección "Perspectivas Europeas": Creación de un
espacio financiero europeo"
Comisión de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.988

BEAN, Charles R.

- * "L'Union monétaire européenne: avantages au plan interne
et conséquences internationales"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

BÉBÉAR, Claude

- * "1.992, une nouvelle donne dans l'assurance ?"
Enjeux internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI:
Europe 1.992: L'intégration financière.
IFRI, MASSON. Paris, 1.989.

BERGES LOBERA, Angel

- * "España como deudor internacional"
Colección "Economistas. Libros": España en la escena
financiera internacional.
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990.

BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA

- * "La economía de Norteamérica"
Servicio de Estudios del BEE. Madrid, 1.983

BELA BALASSA, J.D.

- * "Teoría de la integración económica"
Unión Tipográfica Editorial Hispano-Americana.
Méjico, 1.964

BELLETANTE, Bernard y CROZET, Yves

- * "L'Europe monétaire et financière: Marchés et espaces financiers européens"
Profils économiques nº 23
Ellipses - Edition Marketing. Paris, 1.990

BENTOLILA, Marc

- * "Le nouveau Systeme Monetaire Européen"
Les cahiers du B.A.C. Janvier 1.979

BERNACER, Germán

- * "El sistema financiero y las crisis"
Biblioteca de Economía Española
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.987

BERTOLA, Giuseppe

- * "Factor mobility, uncertainty and exchange rate regimes"
Italian Macroeconomic Policy Group and Centre for Economic Policy Research: A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS
Cambridge University Press. Cambridge, 1.990

BHAGWATI, Jagdish

- * "Los bloques regionales versus el multilateralismo en la economía mundial"
Revista nº 2/1991 del Instituto de Estudios Económicos:
La unión económica y monetaria de Europa en una perspectiva liberal
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.991

BINI SMAGHI, Lorenzo y MICOSSI, Stefano

- * "Monetary and exchange rate policy in the EMS with free capital mobility"
Centre for European Policy Studies, Brussels and
the Bank of Greece: The European Monetary System
in the 1.990's.
Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and
Longman Group UK Limited. London, 1.990

BISHOP, Graham

- * "La création d'une union <<à monnaie forte>> dans la Communauté européenne"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

BLANCHARD, Olivier J. y WATSON, Mark W.

- * "Burbujas, expectativas racionales y mercados financieros"
Cuadernos Económicos de Información Comercial Española
número 38 1.988/1
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.988

BLASCO LANG, José Juan

- * "Déficit público y contabilidad del Estado"
Papeles de Economía Española nº 23
Confederación Española de Cajas de Ahorros. Madrid, 1.985

BLAUG, Mark

- * "La metodología de la economía"
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.985
- * "Teoría económica en retrospectiva"
Fondo de Cultura Económica. México, 1.985

BOFINGER, Peter

- * "Conséquences de la réforme économique en Europe de l'Est"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

BOISSIEU, Christian de

- * "Liberalización financiera y la evolución del SME"
Revista del Instituto de Estudios Económicos nº 2 / 1.989
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.989

- * "Système monétaire international et intégration monétaire européenne
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

BOIXADOS, Ramón

- * "El ECU y el Sistema Monetario Europeo"
Ediciones Gestión 2000, S.A. Barcelona, 1.991

BORDES, Christian

- * "L'objectif de stabilité monétaire et sa mise en oeuvre"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

BORREL FONTELLES, José

- * "El gasto público en la crisis: tendencias y estrategias"
Papeles de Economía Española nº 23
Confederación Española de Cajas de Ahorros. Madrid, 1.985
- * "Relaciones entre el sistema financiero y el sistema fiscal"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el
sistema financiero nº 33: "Política monetaria, política
presupuestaria y mercados financieros) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

BOYER SALVADOR, Miguel

- * "La propuesta del Comité Delors para la unión económica
y monetaria de Europa y sus críticos"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.989

BRAGA DE MACEDO, Jorge

- * "Perspectivas de la liberalización financiera en los
países recientemente adheridos a la Comunidad Europea"
Revista del Instituto de Estudios Económicos nº 2 / 1.989
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.989

BRANSON, Williams H.

- * "Equilibrios comerciales, movilidad de capital y política
fiscal en la CEE"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, nov. 1.989

- * "Intégration des marchés financiers et croissance durant la transition vers l'UEM"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990.
- * "Restricciones fiscales y política macroeconómica en el SME"
Información Comercial Española.. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, nov. 1.989

BRION, Alain

- * "L'espace financier européen et les entreprises"
Enjeux internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI:
Europe 1.992: L'intégration financière.
IFRI, MASSON. Paris, 1.989.

BRIZ DE LABRA, Ricardo y CARBAJO VASCO, Domingo

- * "Política Monetaria Europea: Componentes y evolución"
Editorial Trivium, S.A. Madrid, 1.988

BUCKLEY, Adrian

- * "The essence of international money"
Prentice Hall Series.
Adrian Buckley Series Editor. New York, 1.990

CAESAR, Rolf

- * "L'influence de l'intégration financière sur la coordination des politiques économiques"
Enjeux internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI:
Europe 1.992: L'intégration financière.
IFRI, MASSON. Paris, 1.989.

CALVO, Antonio, MONTERO, José M. y GUTIERREZ, José Paul

- * "La integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo: una aproximación cuantitativa"
Información Comercial Española. Revista de Economía
números 648-649
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, agosto-sept. 1987

CALVO BERNARDINO, Antonio y PAUL GUTIERREZ, Jesús

- * "Obstáculos a la coordinación internacional de las políticas económicas"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 701
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, enero 1.992

CALVO HORNERO, Antonia

- * "La Unión Económica y Monetaria Europea y la Unión Monetaria Alemana"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

CALLEJA, Anselmo

- * "La participación de España en el Sistema Monetario Europeo (SME): algunas consideraciones"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987
- * "Un instrumento (indispensable) de política pública en la Unión Económica y Monetaria"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid, diciembre 1.991

CANALS MARGALEF, Jordi

*** "Competitividad y crecimiento"**

**Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid, diciembre 1.991**

CARRARO, Carlo

*** "The tastes of European central bankers"**

**Italian Macroeconomic Policy Group and Centre for Economic Policy Research: A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS
Cambridge University Press. Cambridge, 1.990**

CASELLA, Alessandra

*** "Integración monetaria europea y la economía de la sustitución de monedas"**

**Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre, 1.989**

CASELLA, Alessandra y FEINSTEIN, Jonathan

*** "Management of a common currency"**

**Italian Macroeconomic Policy Group and Centre for Economic Policy Research: A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS
Cambridge University Press. Cambridge, 1.990**

CASTELL OLIVERES, Antoni

*** "Política fiscal y presupuesto en el nuevo contexto europeo"**

**Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid, diciembre, 1.991**

CASTRO A., Juan A. de y FERNANDEZ-BACA G. DEL AMO, Pilar

*** "Convergencia y coordinación de políticas en el SME"**

**Información Comercial Española. Revista de Economía nº 701
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid, enero 1.992**

CAUMEL, María Eugenia y SAN BASILIO, Carlos

*** "Efectos de la devaluación sobre la balanza comercial"**

**Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2.341
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid, 1.992**

CAVACO SILVA, Anibal

- * **"Programa y prioridades de la presidencia portuguesa de la CE"**
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2312
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, febrero 1.992

CECCO, Marcello de y GIOVANNINI, Alberto

- * **"Does Europe need its own central bank?"**
Italian Macroeconomic Policy Group and Centre for Economic Policy Research: A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS
Cambridge University Press Cambridge 1.990

CECCHINI, Paolo

- * **"Europa 1.992: una apuesta de futuro"**
Alianza Editorial, Madrid, 1.988

CEÑA JODRA, María del Carmen

- * **"La nueva escena económica internacional: exigencias para la coordinación de políticas económicas"**
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

COBO, Rosa

- * **"Las políticas estructurales comunitarias: balance y perspectivas"**
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2323
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid, mayo 1.992

COHEN, Daniel

- * **"The costs and benefits of a European currency"**
Italian Macroeconomic Policy Group and Centre for Economic Policy Research: A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS
Cambridge University Press. Cambridge, 1.990
- * **"Union monétaire, solvabilité des Etats et politique budgétaire"**
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

COLLINS, Susan M.

- * **"Inflation and the European Monetary System"**
Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici
per la Politica Economica y Centre for Economic Policy
Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.989

COMISION DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

- * **"Creación de un espacio financiero europeo"**
Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.988
- * **"Del Acta Unica al Pos-Maastricht"**
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2317
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, marzo 1.992.
- * **"Implicaciones de la total liberalización de movimientos de capital en la Comunidad"**
Revista del Instituto de Estudios Económicos nº 2 / 1.989
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.989
- * **"Informe sobre la unión económica y monetaria en la Comunidad Europea" (Informe Delors)**
Revista del Instituto de Estudios Económicos nº 2 / 1.989
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.989
- * **"La economía de la Comunidad Europea"**
Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.983
- * **"La nueva economía europea de 1.992"**
Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.990
- * **"Las finanzas públicas de la Comunidad Europea. El presupuesto europeo tras la reforma de 1.988"**
Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.989
- * **"Unión económica y monetaria"**
Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.990
- * **"Vademécum de la reforma de los fondos estructurales comunitarios"**
Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.989
- * **"XXV Informe General sobre la actividad de las Comunidades Europeas. 1991"**
Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.992

COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

- * "Marché unique, monnaie unique: une évaluation des avantages et des coûts potentiels de la création d'une union économique et monétaire"
Direction Générale des Affaires économiques et financières
Economie Européenne n° 44 Luxembourg, Octobre 1.990
- * "Système monétaire européen. Textes du Conseil européen des 4 et 5 décembre 1.978"
Economie Européenne n° 2 Luxembourg, mars 1.979

COMITE CIENTIFICO DEL MINISTERIO ALEMAN DE ECONOMIA

- * "Unión Monetaria Europea"
Revista del Instituto de Estudios Económicos n° 2 / 1.989
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.989

COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION

- * "Report on economic and monetary union in the European Community"
Office for Official Publications of the European Communities. Luxembourg, 1.989

CONTHE GUTIERREZ, Manuel

- * "El Tratado de Unión Europea y la UEM: algunos comentarios personales"
Información Comercial Española. Revista de Economía n° 710
"Reflexiones sobre la unión económica y monetaria"
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid, octubre, 1.992
- * "La financiación del Tesoro"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero n° 33: "Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros") Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
- * "La libertad de movimientos de capital en la Comunidad Económica Europea"
Información Comercial Española. Revista de Economía n° 641
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, enero 1.987
- * "La reciente devaluación de la peseta"
Boletín Económico de Información Comercial Española n° 2.340
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Industria Comercio y Turismo. Madrid, 1.992

COOPER, Richard, N.

- * "¿Hacia un patrón mercancía internacional?"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 669
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.989
- * "Repercusiones internacionales de una Unión Monetaria Europea"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero nº 37: "Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

COSTALES, Begoña

- * "El ECU: sus orígenes y evolución de su mercado"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 647
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, Julio 1.987

COULET, Thierry

- * "L'activité internationale des institutions de crédit de la Communauté Européenne"
Eurostat. Office des publications officielles des Communautés Européennes Luxemburgo, 1.989

CROZET, Yves y BELLETANTE, Bernard

- * "L'Europe monétaire et financière: L'écu et le labyrinthe monétaire européen"
Profils économiques nº 22
Ellipses - Edition Marketing. Paris, 1.990

CREMADES, Bernardo M. y PAZOS, Carlos

- * "El Ecu privado: aspectos Jurídicos desde la óptica española"
Instituto de Estudios Económicos y Asociación para la Unión Monetaria de Europa. Madrid, 1.990

CUENCA GARCIA, Eduardo

- * "La aportación de la EFTA a la Unión Económica Europea
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

CUERVO GARCIA, Alvaro

- * **"El sistema financiero español en la perspectiva del mercado financiero único"**
Colección "Economistas. Libros": España en la escena financiera internacional
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990.
- * **"Liberalización financiera: la perspectiva española"**
Colección "Perspectivas Europeas": Creación de un espacio financiero europeo
Comisión de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.988

CUERVO-ARANGO, Carlos

- * **"Alternativas estratégicas de la banca española en el mercado financiero europeo"**
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero nº 33: "Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros") Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

CUKIERMAN, Alex

- * **"Parités fixes ou monnaie gérée en commun; Les arguments contre la << Phase II >>"**
Ministère de l'économie des Finances et du Budget: Vers l'union économique et monétaire européenne
La documentation française. Paris, 1.990

CHACHOLIADES, Miltiades

- * "Economía Internacional"
Mc Graw-Hill. Madrid, 1.987

CHOURAQUI, Jean Claude

- * "¿Cuáles son los objetivos de la política monetaria en el marco de la unificación europea?"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero nº 37: "Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

DAVID, Jacques Henri

- * "L'évolution du système de change"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

DEHESA, Guillermo de la

- * "El Sistema Monetario Europeo: una opción para España"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987
- * "La integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo. El gran dilema de la política económica española"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988
- * "Las consecuencias regionales de la Unión Económica y Monetaria"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 710
"Reflexiones sobre la unión económica y monetaria"
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, octubre, 1.992

DEHESA, Guillermo de la y FERNANDEZ, Vicente Javier

- * "Regularidades empíricas del tipo de cambio de la peseta"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 632
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.986

DELORS, Jacques

- * "Rechercher un optimum et dégager un objectif commun"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

DEVELLE, Michel

- * "La coordination des politiques économiques"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

DEVRIES, Casper G.

- * "Teoría e importancia de la sustitución de divisas. Estudio de los casos de Canadá y las Antillas Holandesas"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 639
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.986

DINAN, Desmond

- * "European Political Cooperation"
The State of the European Community. Policies, Institutions and Debates in the Transitions Years
Edited by Leon Hurwitz and Christian Lequesne
Lynne Rienner Publishers and Longman Group UK Limited.
Essex, England 1.991

DOMINGUEZ DEL BRIO, Francisco y CANALS MARGALEF, Jordi

- * "Políticas de estabilización, <<crowding out>> y la transmisión internacional de la inflación"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 639
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.986

DOMINGUEZ MARTINEZ, José M.

- * "La financiación del Tesoro público por el Banco de España"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

DONGES, Juergen B.

- * "La política agraria de la CEE: relaciones con los países no miembros"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 609
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.984

DONOSO, Vicente

- * "Consumo, ahorro y formación de capital"
España, Economía
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.990

DORNBUSCH, Rudiger

- * "Unemployment: Europe's Challenge of the '80s"
Challenge, September-october 1.986

- * "The European Monetary System, the dollar and the yen"
Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici
per la Politica Economica y Centre for Economic Policy
Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.989

DRAZEN, Allan

- * "Monetary policy, capital controls and seigniorage in an
open economy"
Italian Macroeconomic Policy Group and Centre for Economic
Policy Research: A European Central Bank? Perspectives on
monetary unification after ten years of the EMS
Cambridge University Press. Cambridge 1.990

DRIFFILL, John

- * "The stability and sustainability of the European Monetary
System with perfect capital markets"
Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici
per la Politica Economica y Centre for Economic Policy
Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.989

DURAN, Angeles y SIERRA, Isabel

- * "Paquete Delors II. Aspectos financieros"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2316
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, marzo 1.992

DURAN HERRERA, Juan José y LAMOTHE FERNANDEZ, Prósper

- * "Cestas sintéticas de divisas y gestión del riesgo de
cambio. Perspectivas desde la empresa española"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 639
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.986

DUTHEIL DE LA ROCHERE, Jacqueline

- * "Règles communautaires relatives à la création d'un
espace financier européen
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

EICHENGREEN, Barry

- * "Coûts et avantages de l'unification monétaire de l'Europe"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne
La documentation française. Paris, 1.990

EGUIDAZU MAYOR, Santiago

- * "La unidad de cuenta europea (ECU) y los efectos de la
futura inclusión de la peseta en el ECU"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 609
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.984

EGUIDAZU PALACIOS, Fernando

- * "La nueva legislación sobre liberalización de movimientos
de capital"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2304
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía
y Hacienda. Madrid, diciembre, 1.991
- * "Movimientos de billetes a través de frontera"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2312
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía
y Hacienda. Madrid, febrero, 1.992

EMERSON, Michael and HUHNE, Christopher

- * "The ECU report. The single European currency - and what
it means to you"
Commission of the European Communities. London, 1.991

ESCRIVA, José Luis

- * "Tendencias básicas en la fijación e instrumentación de los
objetivos monetarios"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

ESCRIVA, José Luis y PEÑALOSA, Juan María

- * "Indicadores sobre la intensidad del control de la
cantidad de dinero por parte del Banco de España"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, marzo 1.989

ESPASA, Antoni; MANZANO, Cruz; LLANOS, María; CATASUS, Victor

- * "La inflación subyacente en la economía española:
estimación y metodología"

**Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, marzo 1.987**

ESTAPE, Fabián

- * "La peseta y el SME"

**Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987**

EZQUIAGA DOMINGUEZ, Ignacio

- * "Intervención monetaria e inestabilidad financiera"
Fundación de Estudios Sociológicos (FUNDES), Club de los
90 y Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)
Colección Debates 3: Política monetaria e inestabilidad
financiera

- * "Los mercados domésticos de deuda pública y la U.E.M."
Fundación de Estudios Sociológicos (FUNDES), Club de los
90 y Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)
Colección Debate 4: España ante la unión económica y
monetaria en Europa.
FEDEA. Madrid, 1.991

EZQUIAGA DOMINGUEZ, Ignacio y MANZANO, Daniel

- * "El año de la incorporación de la peseta al SME"
Economistas, nº 41 Diciembre 89 - Enero 90
Colegio de Economistas de Madrid, 1.990

FARIÑAS, José Carlos

- * "La economía española en la Europa del Acta Unica"
España, Economía
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.990

FEITO HERNANDEZ, Miguel Angel

- * "El sector exterior de la economía española y la Unión Económica y Monetaria"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 710
"Reflexiones sobre la unión económica y monetaria"
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid, octubre, 1.992

FEITO HIGUERUELA, José Luis

- * "Las consecuencias de la participación de la peseta en el SME"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987
- * "¿Es suficiente el nivel de competitividad actual de la economía española?"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid, diciembre, 1.991
- * "Notas sobre el equilibrio de la balanza de pagos"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 710
"Reflexiones sobre la unión económica y monetaria"
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid, octubre, 1.992
- * "Posibles comportamientos del tipo de cambio nominal y real a corto y medio plazo"
Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)
Colección Debates 5: El tipo de cambio de la peseta ante el mercado único y la unión monetaria europea
FEDEA y Ediciones Mundi-Prensa Madrid, 1.992

FELDSTEIN, Martín

- * "La política económica de los Estados Unidos y la economía mundial"
Papeles de Economía Española
Confederación Española de Cajas de Ahorros. Madrid

FELLS, Allan

- * "Políticas de rentas"
Revista Española de Economía Sept.- Dic. 1.972 Madrid

FERNANDEZ, Pablo y PALAU, Jesús

- * "El mercado de opciones"
Expansión. Area Editorial, S.A. Madrid, 1.990

FERNANDEZ, Tomás-Ramón

- * "La autonomía de los bancos centrales"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

FERNANDEZ, Vicente Javier

- * "Algunos problemas de la economía mundial y el papel del FMI"
Información Comercial Española. Revista de Economía
números 648-649
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid. Ag.-Sept. 1.987
- * "Liberalización económica, credibilidad y entrada en el SME"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988
- * "Aspectos de política fiscal y regional en el Informe Delors"
Información Comercial Española. Revista de Economía, nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.989
- * "La reforma del presupuesto comunitario ante la Unión Económica y Monetaria"
Fundación de Estudios Sociológicos (FUNDES), Club de los 90, y Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA).
Colección Debates 4 : España ante la unión económica y monetaria en Europa.
FEDEA. Madrid, 1.991
- * "Notas sobre la peseta y el SME"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987

FERNANDEZ, Vicente Javier y GONZALEZ-IBAN, Roberto

- * "Claves del progreso de la CE hacia la moneda única"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid, diciembre, 1.991

FERNANDEZ-CASTAÑO, Emilio

- * "En torno al Tratado"
Política Exterior. Volumen VI. Número 29
Estudios de Política Exterior, S.A. Madrid, 1.992

FERNANDEZ NAVARRETE, Donato

- * "Medio siglo para la Unión Monetaria en la CE"
Economistas, nº 53 Febrero-Marzo 1.992
Colegio de Economistas de Madrid, 1.992

FISCHER, Stanley y DORNBUSCH, Rudiger

- * "Macroeconomía"
Mc Graw-Hill. Madrid, 1.982

FITCHEW, Geoffrey

- * "Intégration financière: le programme de la Commission"
Enjeux Internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI:
Europe 1.992: L'intégration financière
IFRI, MASON. Paris, 1.989.

FOLGADO BLANCO, José

- * "El mercado de trabajo"
Economistas, nº 53 Febrero-Marzo 1.992
Colegio de Economistas de Madrid, 1.992
- * "La búsqueda de la convergencia en el horizonte de la
unión monetaria"
Círculo de Empresarios: La política económica española en
la unión económica y monetaria europea
Madrid. diciembre, 1.991
- * "Sistema Monetario Europeo y convergencia de políticas
económicas"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987

FOLKERTS-LANDAU, David y MATHIESON, Donald J.

- * "The European Monetary System in the context of the
integration of european financial markets"
Occasional Paper nº 66 October, 1.989
International Monetary Fund. Washington, D.C.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

- * "Manual de Balanza de Pagos. FMI 1.977"
Fondo Monetario Internacional. Washington, 1989

FORASTER SERRA, Miguel

- * "Las cuentas de divisas de residentes"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2309
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía
y Hacienda. Madrid, enero 1.992

FRANKEL, Jeffrey A.

- * "Movilidad internacional de capital y efecto expulsión en la
economía de los Estados Unidos. ¿Integración imperfecta de
los mercados financieros o de los mercados de bienes?"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 639
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.986

FRANKEL, Jeffrey A. y FROOT, Kenneth A.

- * "Chartistas, fundamentalistas y la demanda de dólares"
Cuadernos Económicos de Información Comercial Española
nº 38 1.988/1
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.988

FRATIANI, Michele

- * "El Sistema Monetario Europeo: ¿Hasta que punto ha
funcionado?"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 669
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.989

FRATIANNI, Michele y HAGEN, Jürgen von

- * "Asymmetries and realignments in the EMS"
Centre for European Policy Studies, Brussels and
the Bank of Greece: The European Monetary System
in the 1.990's.
Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and
Longman Group UK Limited. London, 1.990
- * "La Unión Monetaria Europea y la independencia del
banco central"
Revista nº 2/1991 del Instituto de Estudios Económicos:
La unión económica y monetaria de Europa en una
perspectiva liberal
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.991

FRENKEL, Jacob A.

- * "Une stratégie de l'Union Économique et Monétaire"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

FRENKEL, Jacob A. y GOLDTEIN, Morris

- * "La evolución del Sistema Monetario Internacional y la
elección entre tipos de cambio fijos o flexibles"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988
- * "La Politique monétaire dans une Union économique et
monétaire naissante: les principaux problèmes"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990.

FRIEDMAN, Milton

- * "El papel de la política monetaria"
Información Comercial Española. Revista de Economía
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.969
- * "Teoría de los precios"
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.982

FRIEDMAN, Milton y Rose

- * "Libertad de elegir"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.983

FUENTE IZARRA, Emilio de la

- * "El déficit comercial y la promoción de exportaciones"
Economistas nº 41 Diciembre 89 - Enero 90
Colegio de Economistas de Madrid, 1.990

FUENTES QUINTANA, Enrique

- * "Hacienda Pública"
Universidad Complutense. Madrid, 1.983
- * "La crisis económica española"
Papeles de economía española nº 1
Confederación Española de Cajas de Ahorros. Madrid, 1.980

- * "La Hacienda Pública de la democracia española y la integración europea"
Cuestiones fundamentales de economía: España y la Unión Europea. Las consecuencias del Tratado de Maastricht"
Real Academia de Ciencias Morales y Políticas
Círculo de Lectores y Plaza & Janés. Barcelona, 1.992
- * "Los deberes económicos de los noventa: el arte del acercamiento y de la convergencia"
Economistas nº 41 Diciembre 89 - Enero 90
Colegio de Economistas de Madrid, 1.990
- * "Perspectivas de la evolución económica española ante la integración europea"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero nº 37: "Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
- * "Problemas actuales del desarrollo económico español"
Biblioteca de Economía Española
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.987
- * "Problemas económicos españoles de los años noventa: el acercamiento y la convergencia con la CEE"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero nº 33: "Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
- * "Sistema financiero y crisis económica: balance y enseñanzas de la experiencia española"
Información Comercial Española. Papeles de Economía nº 18
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.984
- * "Tres decenios de la economía española en perspectiva"
España, Economía
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.990

GALA, Manuel

- * "¿Debe cambiar la política económica española?"
Círculo de Empresarios: La política económica española en
la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991
- * "El Sistema Monetario Europeo: un reto ineludible"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987

GALBRAITH, John Kenneth

- * "El dinero"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.983

GALINDO MARTIN, Miguel Angel

- * "La coordinación de políticas económicas desde una
perspectiva postkeynesiana"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 701
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, enero 1.992

GALINDO MARTIN, Miguel Angel y PAUL GUTIERREZ, Jesús

- * "La coordinación de políticas económicas"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 701
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, enero 1.992

GALLASTEGUI, M. Carmen

- * "Los acuerdos de Maastricht y el Plan de Convergencia:
una visión crítica"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 710
"Reflexiones sobre la unión económica y monetaria"
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, octubre, 1.992

GALLEGO GREDILLA, José Antonio

- * "Unión económica y monetaria y desarrollo regional"
Fundación de Estudios Sociológicos (FUNDES), Club de los
90 y Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)
Colección Debates 4: España ante la unión económica y
monetaria en Europa
FEDEA. Madrid, 1.991

GAMEZ, Consuelo; MOCHON, Francisco y PAJUELO, Alfonso

- * "El Sistema Monetario Europeo como opción de la política
monetaria española"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987

GAMIR, Luis

- * "Contra el paro y la crisis en España"
Editorial Planeta. Barcelona, 1.986
- * "Convergencia y credibilidad"
Economistas, nº 53 Febrero-Marzo 1.992
Colegio de Economistas de Madrid, 1.992
- * "¿Nos interesa entrar en el SME?"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987
- * "Política arancelaria"
Información Comercial Española. Revista de Economía
números 676-677
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, Dic.89-Enero 90
- * "Protección efectiva, créditos privilegiados, tipos de
cambio y salarios reales"
Información Comercial Española. Revista de economía
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, marzo 1.984

GARCIA DIEZ, Juan Antonio

- * "España y el Sistema Monetario Europeo"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987
- * "España y la Europa monetaria"
Círculo de Empresarios: La política económica española en
la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991

- * "Política de ajuste"
Información comercial Española. Revista de Economía
números 676-677
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, Dic. 89-Enero 90

GARCIA DURAN, José Antonio

- * "Las ventajas de la exigencia"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987

GARCIA ECHEVARRIA, Santiago

- * "La incidencia en la estructura y política financiera de
la empresa española de la unión económica y monetaria
europea"
Círculo de Empresarios: La política económica española en
la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991

GARCIA SOLANES, José

- * "Les implications de l'intégration financière pour le
secteur financier espagnol"
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

GARCIA SOLANES, José y ALONSO MARTINEZ, Jesús M.

- * "Los factores determinantes de la balanza corriente
española"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 639
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.986

GARCIA VILLAREJO, Avelino

- * "Efectos económicos de la libre circulación de capitales,
para España y para Castilla y León
Centro de Documentación Europea de la Universidad de
Valladolid: Libre Circulación de capitales en la CEE
Editorial Lex Nova. Valladolid, 1.990

GARDNER FELDMAN, Lily

- * "The EC and German Unification"
The State of the European Community. Policies, Institutions
and Debates in the Transitions Years
Edited by Leon Hurwitz and Christian Lequesne
Lynne Rienner Publishers and Longman Group UK Limited.
Essex, England 1.991

GELPI, Rosa María

- * "Adaptación de las instituciones financieras al nuevo
marco europeo: riesgos y oportunidades"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el
sistema financiero nº 37: "Las entidades financieras ante
la Unión Económica y Monetaria) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
- * "Europe 1.992: la stratégie des banques"
Enjeux internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI:
Europe 1.992: L'intégration financière
IFRI, MASSON. Paris, 1.989

GIAVAZZI, Francesco

- * "Reglas de política monetaria en la transición"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.989

GIAVAZZI, Francesco y GIOVANNINI, Alberto

- * "Limiting exchange rate flexibility. The European Monetary
System"
The MIT Press. Cambridge, Massachusetts. 1.989
- * "The role of the exchange-rate regime in a disinflation:
empirical evidence on the European Monetary System"
Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici
per la Politica Economica y Centre for Economic Policy
Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.989
- * "Una interpretación de la desinflación europea: el papel
del régimen de tipo de cambio"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988

GIAVAZZI, Francesco y SPAVENTA, Luigi

- * "The 'new' EMS"
Centre for European Policy Studies, Brussels and
the Bank of Greece: The European Monetary System
in the 1.990's.
Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and
Longman Group UK Limited. London, 1.990

GIL, Gonzalo

- * "Algunas reflexiones sobre el sistema de pagos"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991
- * "Aspectos financieros y monetarios de la integración
española en la Comunidad Económica Europea"
Estudios Económicos nº 37
Servicio de Estudios del Banco de España. Madrid, 1.985
- * "Montantes compensatorios monetarios y reajuste de
paridades"
Boletín Económico del Banco de España. Febrero 1.987
Servicio de Estudios del Banco de España. Madrid.
- * "Política agrícola de la Comunidad Económica Europea y
montantes compensatorios monetarios"
Servicio de Estudios del Banco de España
Documento de Trabajo nº 8609
Banco de España, Madrid 1.986
- * "Política monetaria: presente y futuro"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el
sistema financiero nº 33: "Política monetaria, política
presupuestaria y mercados financieros) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

GIOVANNINI, Alberto

- * "L'Union économique et monétaire: questions sur la
transition"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990
- * "Sustitución de monedas y política monetaria"
Información Comercial Española. Revista de Economía, nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.989

GONZALEZ BLANCH, Francisco

- * "La financiación del presupuesto CE después de Maastricht"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2.341
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Industria
Comercio y Turismo. Madrid, 1.992

- * "Valoración de la política estructural reformada en la CE"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2320
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, abril 1.992

GONZALEZ FERNANDEZ, Sara

- * "La peseta, el ecu y el SME"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1991

GONZALEZ FERNANDEZ, Sara y MASCAREÑAS PEREZ-INIGO, Juan

- * "El Sistema Monetario Europeo"
Eudema Economía. Coordinadas
Eudema, S.A. Madrid, 1993

GONZALEZ IBAN, Roberto

- * "Las inversiones españolas en el exterior"
Economistas nº 41 Diciembre 89 - Enero 90
Colegio de Economistas de Madrid, 1.990

GONZALEZ-PARAMO, José Manuel

- * "La política presupuestaria para 1.991 y el proceso de consolidación"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero nº 33: "Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
- * "Política presupuestaria y mercado único"
Papeles de Economía Española nº 43. Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

GOODHART, Charles A.E.

- * "La política fiscal nacional dentro de la UEM: implicaciones del Tratado de Maastricht en el ámbito fiscal"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 710
"Reflexiones sobre la unión económica y monetaria"
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid, octubre, 1.992

GOUX, Christian

- * "L'intérêt économique de l'Union Économique et Monétaire"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

GRANELL TRIAS, Francesc

- * "La cuarta ampliación de la CE"
Política Exterior nº 17 Madrid, 1.990
Fundación Centro de Estudios de Política Exterior
- * "La subsidiariedad y la política económica española"
Círculo de Empresarios: La política económica española en
la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991
- * "Los exportadores españoles y el SME"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987
- * "Política comercial y comercio exterior de España"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.986

GRAUWE, Paul de

- * "La discipline budgétaire dans les unions monétaires"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990
- * "The Economics of Monetary Integration"
Oxford University Press
New York, 1.992

GRAUWE, Paul de y PEETERS, Theo

- * "The EMS, Europe and the dollar"
The Banker. London, April 1.979

GRILLI, Vittorio

- * "Seigniorage in Europe"
Italian Macroeconomic Policy Group and Centre for Economic
Policy Research: A European Central Bank? Perspectives on
monetary unification after ten years of the EMS
Cambridge University Press. Cambridge, 1.990

GROS, Daniel

- * "Du SME à l'UEM: comment gérer la transition ?"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne
La documentation française. Paris, 1.990
- * "Seigniorage and SME discipline"
Centre for European Policy Studies, Brussels and
the Bank of Greece: The European Monetary System
in the 1.990's.
Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and
Longman Group UK Limited. London, 1.990.

GROS, Daniel y THYGESEN, Niels

- * "European Monetary Integration. From the European
Monetary System to European Monetary Union"
Longmann Group UK Limited
Essex, England, 1.992
- * "The EMS. Achievements, Current Issues and Directions
for the Future"
CEPS Paper n° 35
Centre for European Policy Studies. Brussels, 1.988

GUÉRIN, Philippe

- * "Intégration financière, internationalisation et
compétition des entreprises"
Enjeux internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI:
Europe 1.992: L'intégration financière.
IFRI, MASSON. Paris, 1.989

GUITIAN, Manuel

- * "El Sistema Monetario Europeo: equilibrio entre reglas
y discrecionalidad"
Información Comercial Española. Revista de Economía n° 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988
- * "The European Monetary System: A balance between rules
and discretion"
Policy coordination in the European Monetary System
Occasional Paper n° 61 September, 1.988
International Monetary Fund. Washington, D.C.

GUTIERREZ, Fernando

- * "La política monetaria"
Economistas, n° 53 Febrero-Marzo 1.992
Colegio de Economistas de Madrid, 1.992

HAWKEN, Paul

- * "La economía que viene"
Alianza Editorial, S.A.
Madrid, 1.985

HAY, Jorge

- * "España y el Sistema Monetario Europeo"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987
- * "España y el SME: mejor no precipitarse"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988

HAYEK, Friedrich A.

- * "La desnacionalización del dinero"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.985

HERNANDEZ CASTILLA, Nicolás

- * "La influencia de la regulación bancaria de Estados Unidos
en Europa y la incidencia de la integración financiera
de la Comunidad Europea en aquel país"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 703
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, marzo 1.992

HERNANDEZ GARCIA, Gloria

- * "Algunas reflexiones sobre los efectos de la integración
monetaria europea en los mercados de deuda pública"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 703
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, marzo 1.992

HERRAN MENDIVIL, Joaquín de la

- * "Las directivas comunitarias sobre entidades de crédito y
mercados mobiliarios: una visión global del proceso ne-
gociador hacia el mercado único financiero"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 703
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, marzo 1.992

HOLTFRERICH, Carl-Ludwing

- * "The monetary unification process in nineteenth-century Germany: relevance and lessons for Europe today"
Italian Macroeconomic Policy Group and Centre for Economic Policy Research: A European Central Bank: Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS
Cambridge University Press. Cambridge, 1.990

HUCHA CELADOR, Fernando de la

- * "Aspectos fiscales de la libre circulación de capitales en la Comunidad Europea"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero nº 38: "Libertad de movimientos de capitales. Aspectos cambiarios y fiscales")
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
Madrid, 1.992

IRASTORZA, Javier

- * "Las limitaciones de la política monetaria"
Escuela de la Administración Pública
Ministerio de Hacienda. Madrid, 1969

IRURE ROCHER, Tirso Luis

- * "Países ricos contra países pobres. La baza del
comercio internacional"
Información Comercial Española. Revista de Economía
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.979

ITALIANER, Alexander y KEEREMAN, Filip

- * "Les implications de l'intégration financière pour
les Pays-Bas"
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

JAGER, Henk y AMMAN, H. M.

- * "Reglas óptimas para el deslizamiento del tipo de cambio en un pequeño país industrializado: análisis empírico"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 639
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.986

JAGER, Henk y JONG, Eelke de

- * "Il contributo dell'ECU alla stabilità del tasso di cambio: una risposta"
Moneta e Credito. Rivista trimestrale
Banca Nazionale del Lavoro. Roma, settembre 1.988

JEAN, Alain

- * "L'ÉCU, le SME et les marchés financiers"
Les Éditions d'Organisation. Paris, 1.990

JIMENEZ LATORRE, Fernando

- * "La convergencia económica con Europa"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2.323
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.992
- * "Maastricht: el inicio de la cuenta atrás para la Unión Económica y Monetaria"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2.308
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.992

JIMENEZ LATORRE, Fernando y GUINDOS JURADO, Luis de

- * "Algunos efectos económicos de la inversión extranjera en España"
Biblioteca de Economía Española
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.987

JOHNSON, Harry G.

- * "Inflación, revolución y contrarrevolución keynesiana y monetarista"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.978

JUAN FERNANDEZ, Aránzazu de

- * "Tipo de cambio: fracaso del modelo monetario y alternativa para los casos peseta-dólar y peseta-marco"
Moneda y Crédito. Revista de Economía
Madrid. 1.988

KAUFMANN, Hugo y OVERTURF, Stephen

- * "Progress Within the European Monetary System"
The State of the European Community. Policies, Institutions
and Debates in the Transitions Years
Edited by Leon Hurwitz and Christian Lequesne
Lynne Rienner Publishers and Longman Group UK Limited.
Essex, England 1.991

KERTUDO, Jean M.

- * "Los mercados internacionales de capitales y el nuevo
marco legal"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el
sistema financiero nº 37: "Las entidades financieras ante
la Unión Económica y Monetaria) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

KESSLER SAIZ, Guillermo

- * "La peseta en el Sistema Monetario Europeo. Algunas
consideraciones"
Información Comercial Española. Revista de economía nº 642
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, febrero 1.987

KEYNES, John Maynard

- * "Ensayos sobre intervención y liberalismo"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.985
- * "Las consecuencias económicas de la paz"
Editorial Crítica. Barcelona, 1.987
- * "Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero"
Fondo de Cultura Económica. México, 1.981

KINDLEBERGER, Charles P.

- * "Historia financiera de Europa"
Editorial Crítica. Barcelona, 1.988

KORSVOLD, Pål E.

- * "La gestión del tipo decambio en activos reales:
cobertura con contratos a plazo y de opciones"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 692
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.991

KRUGMAN, Paul

*** "Policy problems of a monetary union"**

**Centre for European Policy Studies, Brussels and
the Bank of Greece: The European Monetary System
in the 1.990's.**

**Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and
Longman Group UK Limited. London, 1.990**

LAGARES, M.

- * "Déficit público y crisis económica"
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.982

LAMOTHE FERNANDEZ, Prosper

- * "La aparición y desarrollo de los mercados "swap" de tipos de interés. Teorías explicativas"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 704
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid, abril 1.992
- * "Nuevos instrumentos financieros y relaciones de equilibrio en el mercado de divisas"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.989

LAMOTHE, Prosper; LOROCHE, Philippe y CARRANCEJA, Antonio

- * "Como manejar los tipos de interés. Gestión y cobertura del riesgo de tipos de interés"
Expansión. Area Editorial, S.A. Madrid, 1.990

LAROSIERE, Jacques de

- * "La convergence des politiques économiques pour une politique monétaire commune"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers l'union économique et monétaire européenne.
La documentation française. Paris, 1.990

LEBLANC DASI, Oscar

- * "Spain and the 'EC cum 1992' shock"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991
- * "Tribuna libre"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987

LERENA GUINEA, Luis Angel

- * "Dudas y esperanzas sobre la UEM"
Política Exterior. Volumen VI. Número 29
Estudios de Política Exterior, S.A. Madrid, 1.992
- * "El sistema financiero"
Economistas, nº 53 Febrero-Marzo 1.992
Colegio de Economistas de Madrid, 1.992
- * "La política monetaria española en el SME"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el
sistema financiero nº 33: "Política monetaria, política
presupuestaria y mercados financieros) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
- * "Política monetaria, estabilidad y convergencia bajo
tipos de cambio fijos. El caso español"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

LEVENFELD GONZALEZ, Gustavo

- * "Una solución clásica para un problema clásico: la
preferencia temporal del consumo"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 678
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, febrero 1.990

LEYVA SALMERON, María Luisa

- * "El comportamiento reciente del Sistema Monetario Europeo"
Boletín Económico del Banco de España, Julio-Agosto 1.989
Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid
- * "La ponderación de la peseta en el ECU"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, septiembre 1.989

LEYVA SALMERON, María Luisa y MAYCAS TARASCON, Javier

- * "La ECU: evolución y perspectivas de futuro"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, mayo 1.989

LINDE DE CASTRO, Luis M.

- * "La integración de la peseta en el SME: problemas y
perspectivas"
Información Comercial Española. Revista de Economía
números 676-677
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, Dic. 89-Enero 90

LIPSEY, Richard G.

- * "Introducción a la economía positiva"
Vicens Universidad, Barcelona, 1.990

LOPEZ LOPEZ, Antonio

- * "La política monetaria ante el nuevo marco comunitario"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el
sistema financiero nº 37: "Las entidades financieras ante
la Unión Económica y Monetaria) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

LOUIS, Jean Victor

- * "Del Sistema Monetario Europeo a la unión monetaria"
Cuadernos y Debates nº 9
Centro de Estudios Constitucionales. Madrid, 1.988
- * "Hacia un sistema europeo de bancos centrales"
Centro de Documentación Europea de la Universidad de
Valladolid: Libre circulación de capitales en la CEE
Editorial Lex Nova. Valladolid, 1.990
- * "Le Systeme Monetaire Européen"
Institut d'Etudes Européennes
Université Libre de Bruxelles. Bruxelles, 1.979
- * "Les aspects institutionnels de l'intégration monétaire"
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

LLANOS MATEA, María de y ESPASA, Antoni

- * "El proceso inflacionista en la Comunidad Económica Europea y el diferencial de inflación con España"
Boletín Económico del Banco de España.
Banco de España. Madrid, Julio-agosto 1.988

MADARIAGA, Salvador de

- * "Carácter y destino en Europa"
Espasa Calpe, S.A. Madrid, 1.980
- * "España. Ensayo de historia contemporánea"
Espasa Calpe, S.A. Madrid, 1.979

MAGNIFICO, G.

- * "European Monetary Unification"
Mc Millan. London, 1.973

MAILLET, Pierre

- * "Vers l'union économique et monétaire (Plans Barre, rapports Werner et Marjolin)
D.E.P.P. Paris, 1.977

MALINVAUD, Edmond

- * "Paro masivo"
Antoni Bosch, editor. Barcelona, 1.985
- * "Teoría macroeconómica: 1. Comportamientos, crecimiento.
2. Dinámica a corto plazo"
Alianza Universidad Textos
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.985

MALO DE MOLINA, José Luis

- * "La política monetaria en el nuevo marco europeo"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero nº 37: "Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
- * "Límites a la autonomía de la política monetaria española: la experiencia reciente"
Papeles de Economía Española nº 49: "Los mercados financieros españoles" Madrid, 1.991
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
- * "Un año de dificultades y cambios en la política monetaria"
Economistas nº 41, Diciembre 89 - Enero 90
Colegio de Economistas de Madrid, 1.990

MALO DE MOLINA, José Luis y FERNANDEZ, José Pérez

- * "La política monetaria española en la transición hacia la unión monetaria europea"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

MANZANO, Daniel

- * "El tipo de cambio de la peseta ante la unión monetaria europea"
Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)
Colección Debates 5: El tipo de cambio de la peseta ante el mercado único y la unión monetaria europea
FEDEA y Ediciones Mundi-Prensa Madrid, 1.992

MANZANO, Daniel y MATEOS, Belén

- * "La convergencia europea: el indicador AFI"
Economistas, nº 53 Febrero-Marzo 1.992
Colegio de Economistas de Madrid, 1.992

MANZANO, M^{te} Cruz

- * "La gestión del riesgo de interés: el análisis de duración"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, Julio-agosto, 1.992

MAÑAS ANTON, Luis A.

- * "Contrastación de la hipótesis de paseo aleatorio.
El caso del tipo de cambio peseta / dólar"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 632
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.986
- * "Dinámica de corto plazo de los tipos de cambio:
volatilidad y opciones sobre divisas"
Cuadernos Económicos de Información Comercial Española
número 38 1.988/1
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.988
- * "Propuesta de endurecimiento del ECU: valoración
financiera e implicaciones económicas"
Fundación de Estudios Sociológicos (FUNDES), Club de los
90 y Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)
Colección Debates 4: España ante la unión económica y
monetaria en Europa
FEDEA. Madrid, 1.991

MARCO, Luis

- * "La política económica española camino del SME"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987

MARCO BORDETAS, Luis y VILCHES, Gabriel

- * "La política económica española en la unión económica y monetaria europea"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991

MARJOLIN, Robert

- * "Producción, dinero y precios en los movimientos económicos de larga duración"
Biblioteca de Ciencias Económicas, Políticas y Sociales
Editorial Aguilar. Madrid, 1.950

MARRIS, Stephen

- * "Políticas de ajuste: el papel de los economistas"
Papeles de Economía Española.
Confederación Española de Cajas de Ahorro. Madrid

MARTIN, Carmela y ROMERO, Luis R.

- * "Las vías de acceso al cambio técnico"
España, Economía
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.990

MARTIN ACEÑA, Pablo y GARCIA SANTOS, Nieves

- * "El tipo de cambio de la peseta. La experiencia de los años 20 y 70"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 632
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.986

MARTINEZ AREVALO, Luis

- * "La política económica española en la unión económica y monetaria europea: repercusiones sobre la bolsa"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991

- * "El Sistema Monetario Europeo. Una visión de política económica"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988

MARTINEZ DE AZAGRA, Luis y GALVAN FERNANDEZ, Francisco

- * "Evolución del orden económico internacional en el mundo actual"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

MARTINEZ MENDEZ, Pedro

- * "El control monetario a través de la Base Monetaria. La experiencia española"
Biblioteca de Economía Española
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.986

MASTROPASQUA, Cristina, MICOSI, S. y RINALDI, R.

- * "Interventions, sterilisations and monetary policy in European Monetary System countries, 1.979-87"
Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici per la Politica Economica y Centre for Economic Policy Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.989

MAULEON, Ignacio

- * "Interrogantes sobre la política monetaria"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

MAYCAS TARASCON, Javier

- * "Ajuste de la paridad central y reducción en la amplitud de la banda de fluctuación de la lira italiana en el SME"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, enero 1.990
- * "Indices de tipo de cambio efectivo: aspectos metodológicos e indices comparados de la peseta"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, Julio-agosto 1.988
- * "La política cambiaria y las nuevas formas de intervención del Banco de España"
Colección "Economistas. Libros": España en la escena financiera internacional
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990

- * "Política cambiaria en la transición hacia la unión económica y monetaria europea"
Fundación de Estudios Sociológicos (FUNDES), Club de los 90 y Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA):
"España ante la unión económica y monetaria en Europa"
FEDEA. Madrid, 1.991

- * "Reforzamiento del sistema monetario europeo"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, noviembre 1.987

MAYCAS TARASCON, Javier y ALZOLA, José Luis

- * "La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo"
Boletín Económico de Banco de España. Julio-Agosto 1.989
Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid

MAYCAS TARASCON, Javier y PEREZ DE EULATE, Carlos

- * "El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, Junio de 1.987

MCKINNON, Ronald I.

- * "Un patrón oro internacional sin oro"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 669
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.989

MEADE, James E.

- * "Estanflación (volumen 1): Fijación de los salarios"
Editorial Vicens-Vives Barcelona, 1.982

MEESE, Richard A.

- * "Contrastación de la existencia de burbujas en los mercados de divisas: ¿Un caso de tipos de cambio efervescentes?"
Cuadernos Económicos de Información Comercial Española
número 38 1.988/1
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.988

MEHNERT, Ralph J.

- * "Beyond 1992: One Central Bank, One Currency"
The State of the European Community. Policies, Institutions and Debates in the Transitions Years
Edited by Leon Hurwitz and Christian Lequesne
Lynne Rienner Publishers and Longman Group UK Limited
Essex, England 1.991

MELITZ, Jacques

- * "Monetary discipline and cooperation in the European Monetary System: a synthesis"
Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici per la Politica Economica y Centre for Economic Policy Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.990
- * "Política fiscal en una unión de tipo de cambio"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.989

MENGER, Carl

- * "Principios de economía política"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.985

MERCADO, Tomás de

- * "Summa de tratados y contratos"
Instituto de Estudios Fiscales. Madrid, 1.977

MERIGO, Eduardo

- * "La estabilidad de cambios y el mercado interior único europeo"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987
- * "Un dilema inminente"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991

MEYER-HORN, Klaus

- * "L'union économique et monétaire entre la RFA et la RDA"
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

MIGUEL ANASAGASTI, Ignacio de

- * "Expectativas racionales y macroeconomía"
Información Comercial Española. Cuadernos económicos nº 16
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.980

MIGUELANEZ ARRIBAS, Antonio

- * "El ECU: moneda internacional de la Comunidad Económica Europea"
Revista Situación. Madrid, 1.984

MINGASSON, Jean Paul

- * "La coordination des politiques économiques: le point de vue de la Commission"
Enjeux internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI: Europe 1.992: L'intégration financière.
IFRI, MASSON. Paris, 1.989

MINFORD, Patrick

- * "¿Qué funciona mal en el Sistema Monetario Europeo?"
Revista del Instituto de Estudios Económicos nº 2 / 1.989
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.989

MIRON, Jeffrey A.

- * "The founding of the Fed and the destabilization of the post-1.914 US economy"
Italian Macroeconomic Policy Group and Centre for Economic Policy Research: A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS
Cambridge University Press. Cambridge, 1.990

MOLINA REQUENA, María Josefa

- * "El Sistema Monetario Europeo. Algunas consideraciones desde la perspectiva española"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 632
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.986
- * "España y la economía del Mercado Común"
Editorial Ceura. Madrid, 1.987
- * "Sistemas Monetarios y Unidades de Cuenta: El ECU"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 679
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, marzo 1.990
- * "Unión monetaria: el caso de la C.E.E."
Universidad Complutense. Madrid, 1.980
- * "Unión Monetaria Europea"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.982

MONTORO ROMERO, Cristóbal

- * "La política fiscal, ¿un replanteamiento completo?
Economistas, nº 53 Febrero-Marzo 1.992
Colegio de Economistas de Madrid, 1.992

MONTSERRAT, Antonio

- * "Italia: entre la internacionalización y el nacionalismo:
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2317
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, marzo 1.992

MORENO, Agustín

- * "Maastricht, coartada para el ajuste"
Economistas, nº 53 Febrero-Marzo 1.992
Colegio de Economistas de Madrid, 1.992

MORENO PINEDO, Manuel

- * "La libre circulación de mercancías en el Espacio Económico Europeo"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2.304
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía
y Hacienda. Madrid, 1.991

MUNS ALBUIXECH, Joaquín

- * "Enfoques doctrinales y núcleos de atención investigadora
en la organización internacional"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991
- * "La integración de España en el sistema de Bretton Woods.
Su participación en el Fondo Monetario Internacional"
Colección "Economistas. Libros": España en la escena
financiera internacional.
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990.

MYRO, Rafael

- * "La evolución de la economía española a través de sus
principales magnitudes agregadas"
España, Economía
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.990

NEGUERUELA, Dario y GOMEZ ROLDAN, Angel

- * "El sistema bancario español en la década de los ochenta"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

NOVALES CINCA, Alfonso

- * "La información en el proceso de control monetario"
Fundación de Estudios Sociológicos (FUNDES), Club de los
90 y Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)
Colección Debates 3: Política monetaria e inestabilidad
financiera
FEDEA. Madrid, 1.990

O'BRIEN, Richard y HEWIN, Sara

- * "Les marchés européens de capitaux après 1.992"
Enjeux internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI:
Europe 1.992: L'intégration financière.
IFRI, MASSON. Paris, 1.989

OBSTFELD, Maurice

- * "Competitiveness, realignment, and speculation: the role
of financial markets"
Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici
per la Politica Economica y Centre for Economic Policy
Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.989
- * "Problemas del peso, burbujas y riesgo en la evaluación
empírica de la conducta de los tipos de cambio"
Cuadernos Económicos de Información Comercial Española
número 38 1.988/1
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.988

OLARRIAGA, Luis

- * "El Banco de España y la regulación monetaria"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.987

OLSON, Mancur

- * "Las causas del auge y caída de las naciones"
Papeles de Economía Española
Confederación Española de Cajas de Ahorros. Madrid, 1.986

ONTIVEROS BAEZA, Emilio

- * "La apertura financiera al exterior de la economía
española"
Colección "Economistas. Libros": España en la escena
financiera internacional
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990

ONTIVEROS, Emilio y VALERO, Francisco J.

- * "El sistema financiero. Instituciones y funcionamiento"
España, Economía.
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.990

- * "Cambios recientes en el sistema financiero español"
España, Economía
Editorial Espasa-Calpe, S.a. Madrid, 1.990

ONTIVEROS, Emilio; BERGES, A.; MANZANO, D; y VALERO, F.J.

- * "Mercados financieros internacionales"
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.991

ORTEGA, Raimundo

- * "Mercado bursátil europeo: entre la competencia y la
colaboración"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el
sistema financiero nº 37: "Las entidades financieras ante
la Unión Económica y Monetaria) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

PADOA-SCHIOPPA, Tommaso

- * "Europe, monnaie et politique économique"
Office des publications officielles des Communautés
Européennes. Bruxelles, 1.984
- * "Efficiency, stability and equity. A Strategy for the Evolution of the Economic System of the European Community"
Commission of the European Communities
Oxford University Press, 1.987
- * "The European Monetary System: a long-term view"
Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici
per la Politica Economica y Centre for Economic Policy
Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.989

PALACIOS, José y CARREÑO, Florentino

- * "La fiscalidad directa en la CE dentro del marco de la Unión Económica y Monetaria"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 710
"Reflexiones sobre la unión económica y monetaria"
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, octubre, 1.992

PALLA, Ernő

- * "Efectos de la sustitución de monedas sobre los tipos de cambio en el marco de distintas estructuras de mercado"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 632
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.986
- * "España y el Sistema Monetario Europeo"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988

PAPADEMOS, Lucas

- * "Greece and the EMS: issues, prospects and a framework for analysis"
Centre for European Policy Studies, Brussels and
the Bank of Greece: The European Monetary System
in the 1.990's.
Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and
Longman Group UK Limited. London, 1.990

PALACIOS, Juan A.

- * "Perspectivas para la banca de inversión"
Colección "Economistas. Libros": España en la escena
financiera internacional.
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990

PARDON, Jean

- * "L'intégration financière. Problèmes politiques,
économiques, juridiques et fiscaux"
Enjeux internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI:
Europe 1.992: L'intégration financière.
IFRI, MASSON. Paris, 1.989.

PARLAMENTO EUROPEO

- * "Una nueva estrategia para la cohesión económica y social
después de 1.992"
Colección Ciencia y Documentación nº 19
Dirección General de Estudios del Parlamento Europeo
Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades
Europeas. Luxemburgo, 1.992

PAUL GUTIERREZ, Jesús

- * "La coordinación internacional de las políticas económicas:
teoría y evidencia empírica"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 701
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, enero 1.992

PEETERS, Theo

- * "L'intégration financière: pourquoi ?"
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

PEREZ-CAMPANERO, Juan

- * "El Sistema Monetario Europeo y el ECU. Descripción y
funcionamiento"
Cuadernos de Economía y Finanzas nº 2 de la Fundación de
Estudios de Economía Aplicada (FEDEA) Madrid, 1.990
- * "Estado de la integración económica y monetaria en Europa"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el
sistema financiero nº 33: "Política monetaria, política
presupuestaria y mercados financieros) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

- * **"La peseta y el sistema monetario europeo"**
Papeles de Economía Española nº 49: "Los mercados financieros españoles" Madrid, 1.991
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
- * **"La política macroeconómica en la U.E.M."**
Fundación de Estudios Sociológicos (FUNDES), Club de los 90 y Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA):
"España ante la unión económica y monetaria en Europa"
FEDEA. Madrid, 1.991
- * **"Un examen del proceso de integración europea"**
Cuestiones fundamentales de economía: España y la Unión Europea. Las consecuencias del Tratado de Maastricht"
Real Academia de Ciencias Morales y Políticas
Círculo de Lectores y Plaza & Janés. Barcelona, 1.992
- * **"Unión monetaria y unión fiscal"**
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991

PEREZ DE EULATE, Carlos

- * **"Liberalización de movimientos de capital. Situación en la CEE y situación española"**
Boletín Económico del Banco de España, Mayo 1.988
Departamento de Extranjero del Banco de España, Madrid
- * **"Mercados financieros en ECU's"**
ICE. Revista de Economía nº 642
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, febrero 1.987

PEREZ FERNANDEZ, José

- * **"Implicaciones estructurales de los acuerdos de Maastricht para los mercados e instituciones financieras españolas"**
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 703
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid, marzo 1.992

PEREZ FERNANDEZ, Pedro

- * **"La Unión Económica y Monetaria desde la perspectiva española"**
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el sistema financiero nº 37: "Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

PEREZ JURADO, María

- * "Evolución de los flujos de capitales en la CEE: 1980-1988"
Boletín Económico del Banco de España.
Banco de España. Madrid, noviembre 1.990

PEYRELEVADE, M. Jean

- * "Europe financière et monétaire. Rapport de la Commission"
Commissariat Général du Plan. Secrétariat d'Etat
auprès du Premier ministre chargé du Plan
La Documentation Française, Juin. Paris, 1.989
- * "L'Europe financière: le programme de la Commission"
Enjeux Internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI:
Europe 1.992: L'intégration financière.
IFRI, MASSON. Paris, 1.989.

PFAFF, William

- * "Sin Imperio"
Política Exterior. Volumen VI. Número 29
Estudios de Política Exterior, S.A. Madrid, 1.992

PFISTERER, Hans

- * "La signification de l'intégration financière pour la République Fédérale Allemande"
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

PI ANGUITA, Joaquín

- * "La eficiencia del tipo de cambio peseta/dólar en un contexto multimercado"
Investigaciones Económicas (2a. época) nº 1
Madrid, enero 1.989

PINIÉS BIANCHI, Jaime de

- * "Aspectos de la estrategia de España para su transición a la U.E.M."
Fundación de Estudios Sociológicos (FUNDES), Club de los 90 y Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA):
"España ante la unión económica y monetaria en Europa"
FEDEA. Madrid, 1.991

- * "La política cambiaria y España como deudor exterior"
Colección "Economistas. Libros": España en la escena
financiera internacional
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990
- * "Las bandas de la peseta y los movimientos de capital"
Círculo de Empresarios: La política económica española en
la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991

PICAPER, Jean-Paul

- * "La reunificación, consumada"
Política Exterior nº 17 Madrid, 1.990
Fundación Centro de Estudios de Política Exterior

PONS, Jean François

- * "La UEM: retos, condiciones y estado del proyecto"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el
sistema financiero nº 37: "Las entidades financieras ante
la Unión Económica y Monetaria) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

PORTES, Richard

- * "La coordinación de la política macroeconómica y el Sistema
Monetario Europeo"
ICE. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.989

PRADES SIERRA, Francisco

- * "La crisis monetaria en septiembre y la posición de la
peseta"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2.342
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Industria
Comercio y Turismo. Madrid, 1.992

QUINTYN, Marc

- * "Le secteur financier belge et 1992. Implications et perspectives"
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

QUIROS, Gabriel

- * "La evolución del efectivo en manos del público"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

RAVINA BOHORQUEZ, Luis

- * "Oferta monetaria y tipos de cambio. Algunos apuntes históricos"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 632
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.986

RAYMOND BARA, José Luis y PALET, José

- * "Factores determinantes de los tipos reales de interés en España"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

RAYMOND, Robert

- * "La conducción de la política monetaria dentro de un área monetaria"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

REIG, Ernest

- * "La adhesión española al Mercado Común Agrícola"
España, Economía
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.990

RENAUD DE LA GENIERE, M.

- * "Une politique monétaire pragmatique dans le court terme, inflexible dans le moyen terme"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers l'union économique et monétaire européenne
La documentation française. Paris, 1.990

REPULLO, Rafael

- * "La reforma de los coeficientes bancarios en España"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

REQUEIJO GONZALEZ, Jaime

- * "El déficit exterior español: un desequilibrio amenazador"
Papeles de Economía Española (Suplementos sobre el
sistema financiero nº 33: "Política monetaria, política
presupuestaria y mercados financieros) Madrid, 1.992
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
- * "El déficit público español: causas y efectos"
Información Comercial Española. Revista de Economía
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, Julio 1.985

RESTOY, Fernando

- * "Tipos de interés y disciplina fiscal en uniones monetarias"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, septiembre, 1.992

REVENGA MARTINEZ DE PAZOS, Blanca

- * "El espacio económico europeo y la política de competencia"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2316
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, marzo 1.992

REVUELTA LAPIQUE, José Manuel

- * "Evolución de la economía mundial: Los organismos econó-
micos internacionales"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

RIBOUD, Jacques

- * "The case for a new ECU": Towards another Monetary System"
The Macmillan Press, Ltd. Hong Kong, 1.989

RICARDO, David

- * "Principios de economía política y tributación"
Seminarios y Ediciones, S.A.
Madrid, 1.973

RIDRUEJO, Zenón J.

- * "El espacio europeo de bancos centrales"
Centro de Documentación Europea de la Universidad de
Valladolid: Libre circulación de capitales en la CEE
Editorial Lex Nova. Valladolid, 1.990

RIEKE, Wolfgang

- * "Alternative views on the EMS in the 1.990's"
Centre for European Policy Studies, Brussels and
the Bank of Greece: The European Monetary System
in the 1.990's.
Edited by Paul de Grauwe and Lucas Papademos, and
Longman Group UK Limited. London, 1.990

ROBINSON, Joan

- * "Ensayos críticos"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.984
- * "La acumulación de capital"
Fondo de Cultura Económica. México, 1.976

ROBINSON, Joan y EATWELL, John

- * "Introducción a la economía moderna"
Fondo de Cultura Económica. México, 1.986

RODRIGUEZ, Julio y NARBONA, Cristina

- * "Política económica y Sistema Monetario Europeo:
Un comentario"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo
como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987

RODRIGUEZ DE PABLO, José

- * "La inversión extranjera en la economía española y los mo-
vimientos internacionales de capital"
Boletín Económico del Banco de España, Mayo 1.988
Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid

RODRIGUEZ SANCHEZ, Pilar y CUERVO-ARANGO, Carlos

- * "El mercado interbancario de depósitos"
Papeles de Economía Española nº 49: "Los mercados
financieros españoles" Madrid, 1.991
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

RODRIGUEZ PRADA, Gonzalo

- * "Dinámica del tipo de cambio bajo reglas de intervención
alternativas"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 678
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, febrero 1.990

- * "Shocks externos, desbordamiento del tipo de cambio y políticas de ajustes alternativas"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 632
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.986

RODRIGUEZ DE TEMBLEQUE, M. Teresa y MENDEZ, José M.

- * "El Sistema Monetario Europeo: ¿Un camino hacia la unión monetaria?"
Información Comercial Española. Papeles de Economía
números 2.104 y 2.105
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.987

ROJO DUQUE, Luis Angel

- * "El Sistema Monetario Europeo y el futuro de la cooperación en la CEE"
Instituto de España / Espasa Calpe, S.A. Madrid, 1.989
- * "La política monetaria en España: objetivos e instrumentos"
Estudios Económicos.
Servicio de Estudios del Banco de España. Madrid, 1.981
Banco de España, Madrid 1.981
- * "La política monetaria en un proceso de 'ajuste positivo'"
Papeles de Economía Española nº 15
Confederación Española de Cajas de Ahorro. Madrid, 1.983
- * "La unión monetaria en los Acuerdos de Maastricht"
Cuestiones fundamentales de economía: España y la Unión Europea. Las consecuencias del Tratado de Maastricht"
Real Academia de Ciencias Morales y Políticas
Círculo de Lectores y Plaza & Janés. Barcelona, 1.992
- * "La unión monetaria europea"
Política Exterior nº 17 Madrid, 1.990
Fundación Centro de Estudios de Política Exterior
- * "Renta, precios y balanza de pagos"
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.984

ROMITI, Cesare

- * "Reflexiones sobre Europa"
Política Exterior. Volumen VI. Número 29
Estudios de Política Exterior, S.A. Madrid, 1.992

RUBIO, Mariano

- * "El informe del Comité Radcliffe"
Biblioteca de Economía Española
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.987

RUIZ, José Juan

- * "Incertidumbres, riesgos ... y utilidad de la entrada en el SME"

Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988

RUSSO, Massimo y TULLIO, Giuseppe

- * "Monetary coordination within the European Monetary System: Is there a rule?"

Occasional Paper nº 61, september 1.988: Policy
coordination in the European Monetary System
International Monetary Fund. Washington, D.C.

- * "Monetary policy coordination within the European Monetary System: Is there a rule?"

Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici
per la Politica Economica y Centre for Economic Policy
Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.989

SAMUEL-LAJEUNESSE, Denis

- * "1.992: les enjeux pour la France"
Enjeux internationaux. Travaux et recherches de l'IFRI:
Europe 1.992: L'intégration financière.
IFRI, MASSON. Paris, 1.989

SAMUELSON, Paul A.

- * "Economía desde el corazón"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.984

SAMUELSON, Paul A. y NORDHAUS, Williams D.

- * "Economía"
Mc Graw Hill. Madrid, 1.987

SAN BASILIO, Carlos y SASTRE, Luis

- * "La inversión extranjera en 1.991. Implicaciones sobre
las condiciones de financiación y la sostenibilidad
del déficit corriente español"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2.340
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Industria
Comercio y Turismo. Madrid, 1.992

SANCHEZ ASIAIN, José Angel

- * "El sistema financiero español ante la unión económica
europea"
Cuestiones fundamentales de economía: España y la Unión
Europea. Las consecuencias del Tratado de Maastricht"
Real Academia de Ciencias Morales y Políticas
Círculo de Lectores y Plaza & Janés. Barcelona, 1.992

SANCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan

- * "La armonización bancaria: autorización, control y
estructura de bancos y sucursales"
Centro de Documentación Europea de la Universidad de
Valladolid: Libre circulación de capitales en la CEE
Editorial Lex Nova. Valladolid, 1.990

SANCHEZ CHOLIZ, Julio

- * "La razón patrón de Sraffa y el cambio técnico"
Investigaciones Económicas (2a. época) nº 1
Madrid, enero 1.989

SANCHEZ SOLINO, Antonio

- * "Análisis comparativo de los sistemas de pago de los países de la Comunidad Europea"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, noviembre 1.992

SANCHIS I MARCO, Manuel

- * "Algunas consideraciones sobre la entrada de la peseta en el SME"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987
- * "Repercusión de la entrada de España en el Sistema Monetario Europeo"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 632
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, abril 1.986

SANNUCCI, Valeria

- * "The establishment of a central bank: Italy in the nineteenth century"
Italian Macroeconomic Policy Group and Centre for Economic Policy Research: A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS
Cambridge University Press. Cambridge, 1.990

SANTILLANA, Ignacio y GARCIA DE PASO, José I.

- * "El impulso de la inversión extranjera"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987

SAPIR, André y SEKKAT, Khalid

- * "Exchange rate volatility and international trade"
Centre for European Policy Studies, Brussels and the Bank of Greece: The European Monetary System in the 1.990's.
Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and Longman Group UK Limited. London, 1.990

SARCINELLI, Mario

- * "Il contributo dell'ECU alla stabilità dei cambi:
una replica"
Moneta e Crédito. Rivista trimestrale
Banca Nazionale del Lavoro. Roma, giugno 1.988

SASTRE, Teresa y CABRERO, Alberto

- * "La desestacionalización de los agregados monetarios"
Boletín Económico del Banco de España
Banco de España. Madrid, marzo 1.989

SCHMITT, Bernard

- * "L'ECU et les souverainetés nationales en Europe"
Dunod. Bordas, Paris 1.988

SCHWOK, René

- * "EC-EFTA Relations"
The State of the European Community. Policies, Institutions
and Debates in the Transitions Years
Edited by Leon Hurwitz and Christian Lequesne
Lynne Rienner Publishers and Longman Group UK Limited.
Essex, England 1.991

SEBASTIA, Maite

- * "La coyuntura económica italiana y la aprobación de la
Ley Financiera 1992"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2317
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, marzo 1.992

SEBASTIAN, Carlos

- * "La unidad monetaria y el sistema financiero español"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 710
"Reflexiones sobre la unión económica y monetaria"
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, octubre, 1.992

SEGURA, Julio

- * "Intervención pública y política de bienestar: el papel
del Estado"
España, Economía
Editorial Espasa-Calpe, S.A. Madrid, 1.990

SERVAIS, Dominique

- * "Un espacio financiero europeo"
Comisión de las Comunidades Europeas. Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas.
Luxemburgo, 1.988

SERRAT, Angel

- * "Credibilidad y arbitraje de la peseta en el SME"
Servicio de Estudios del Banco de España
Documento de Trabajo nº 9.224
Banco de España, Madrid 1.992
- * "Diferenciales de tipos de interés onshore/offshore y operaciones swap"
Servicio de Estudios del Banco de España
Documento de Trabajo nº 9.223
Banco de España, Madrid 1.992

SEVILLA SEGURA, José V.

- * "La política fiscal y presupuestaria"
Economistas, nº 53 Febrero-Marzo 1.992
Colegio de Economistas de Madrid, 1.992

SHACKLETON, Michael

- * "Budgetary Policy in Transition"
The State of the European Community. Policies, Institutions and Debates in the Transitions Years
Edited by Leon Hurwitz and Christian Lequesne
Lynne Rienner Publishers and Longman Group UK Limited.
Essex, England 1.991

SIEBERT, Horst

- * "Equilibrios comerciales y movilidad de capital"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.989

SINGLETON, Kenneth

- * "Tipos de cambio, especulación y volatilidad"
Cuadernos Económicos de Información Comercial Española
número 38 1.988/1
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.988

SMITH, Adam

- * "Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones"
Fondo de Cultura Económica. México, 1.984

SOLBES MIRA, Pedro

- * "Efectos de la integración de España en las CE"
Información Comercial Española. Revista de Economía
números 676-677
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, Dic. 89-Enero 90

SOLBES M., Pedro; ARIAS C., Miguel y ALDECOA L., Francisco

- * "La Presidencia Española de las Comunidades Europeas"
Cuadernos y Debates, nº 13
Centro de Estudios Constitucionales. Madrid, 1.988

SOLE, José Manuel

- * "Convergencia"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991
- * "Una cuestión de disciplina"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987

SPAVENTA, Luigi

- * "El nuevo SME: Asimetría sin coordinación?"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.989

STACKELBERG, Enrique de

- * "Interés y dinero (discusión de algunas teorías modernas)"
Biblioteca de Economía Española
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.987

STECHER, Giorgio

- * "El informe Cooke y la banca española"
Colección "Economistas. Libros": España en la escena financiera internacional
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990

STEFANI, Giorgio

- * "Libre circulación de capitales, disparidad de los regímenes impositivos, difícil armonización y fácil deslocalización del ahorro"
Centro de Documentación Europea de la Universidad de Valladolid: Libre circulación de capitales en la CEE
Editorial Lex Nova. Valladolid, 1.990

STEINHERR, Alfred

- * "Desajuste en los valores relativos de los tipos de cambio e incertidumbre"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 639
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, noviembre 1.986
- * "Hacia un mercado financiero único en Europa"
Papeles de Economía Española nº 49: "Los mercados financieros españoles" Madrid, 1.991
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
- * "¿Puede el ECU jugar un papel en las reformas de la Europa del Este?"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 693
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.991

STEINHERR, Alfred y DE SCHREVEL, Geoffroy

- * "La liberación de las transacciones financieras en la Comunidad, con especial referencia a Bélgica, Dinamarca y los Países Bajos"
Colección "Perspectivas Europeas": Creación de un espacio financiero europeo
Comisión de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.988

STRASSER, Daniel

- * "La Hacienda de Europa"
Colección "Perspectivas Europeas". Oficina de las Publicaciones de las Comunidades Europeas
Comisión de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.982

STUART MILL, John

- * "Principios de economía política, con algunas de sus aplicaciones a la filosofía social"
Fondo de Cultura Económica. México, 1.984
- * "Sobre la libertad. El utilitarismo"
Ediciones Orbis, S.A.
Barcelona, 1.985

TAMAMES, Ramón

- * "Diccionario de Economía"
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.988
- * "Estructura económica de España"
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.991
- * "Guía del Mercado Común Europeo. España en la Europa de los Doce"
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.986
- * "La Comunidad Europea"
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.987

TAYLOR, Mark P.

- * "El Sistema Monetario Europeo, controles de capital y el Área Financiera Europea: un examen retrospectivo y prospectivo"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, nov. 1.989

THYGESEN, Niels

- * "Institutional developments in the evolution from EMS towards EMU"
Centre for European Policy Studies, Brussels and the Bank of Greece: The European Monetary System in the 1.990's.
Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and Longman Group UK Limited. London, 1.990
- * "Benefits and costs of an economic and monetary union relative to EMS"
Centre for European Policy Studies, Brussels and the Bank of Greece: The European Monetary System in the 1.990's.
Edited by Paul de Grauwe and Lucas Papademos, and Longman Group UK Limited. London, 1.990

TINBERGEN, Jan

- * "Hacia una economía mundial"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.983
- * "La cooperación económica internacional"
Biblioteca de Ciencia Económica. Madrid, 1.945

TOBIN, James

- * "El paro en los años ochenta. Diagnóstico y prescripción a nivel macroeconómico"
Papeles de Economía Española
Confederación Española de Cajas de Ahorro. Madrid
- * "Políticas de estabilización. Diez años después"
Información Comercial Española. Revista de Economía
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, enero 1.982
- * "The Fiscal Revolution: Disturbing Prospects"
Challenge January-february 1.985

TOHARIA, Luis y FINA, Luis

- * "Las causas del paro en España. Un punto de vista - estructural"
Fundación IESA. Madrid, 1.987

TORIBIO DAVILA, Juan José

- * "Argumentos favorables y contrarios a la integración de la peseta en el SME: una valoración personal"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987
- * "El laberinto económico español y la solución del federalismo fiscal"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991
- * "El sistema financiero español: su funcionamiento y reforma"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.986

TORRES, Francisco

- * "Portugal, the EMS and 1.992: stabilization and liberalization"
Centre for European Policy Studies, Brussels and the Bank of Greece: The European Monetary System in the 1.990's.
Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and Longman Group UK Limited. London, 1.990

TORRERO MANAS, Antonio

- * "La inversión extranjera en el mercado bursátil español"
Colección "Economistas. Libros": España en la escena
financiera internacional.
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990

TOUCHE ROSS

- * "El ECU para la Europa de 1.992"
Asociación para la Unión Monetaria de Europa
París, Junio 1.989

TRICHET, Jean Claude

- * "Quatre questions pour l'Union Économique et Monétaire"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne
La documentation française. Paris, 1.990

TRIFFIN, Robert

- * "El caos monetario. Del bilateralismo a la casi --
convertibilidad en Europa. 1.947 - 1.956"
Fondo de Cultura Económica. Méjico, 1.961
- * "El dólar en la economía internacional"
Centro de Estudios Monetario Latinoamericanos
Méjico, 1.959
- * "El futuro del sistema monetario europeo y de la ECU"
Información Comercial Española. Revista de economía nº 610
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, Junio 1.984
- * "El sistema monetario internacional"
Amorrortu editores
Buenos Aires, 1.968

TRUJILLO, José A.

- * "El mercado único y los movimientos de capital"
Colección "Economistas. Libros": España en la escena
financiera internacional.
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990

TRUYOL SERRA, Antonio

- * "La unión política europea: antecedentes y situación actual"

Cuestiones fundamentales de economía: España y la Unión Europea. Las consecuencias del Tratado de Maastricht"

Real Academia de Ciencias Morales y Políticas

Círculo de Lectores y Plaza & Janés. Barcelona, 1.992

UNGERER, Horst; EVANS, Owen; MAYER, Thomas y YOUNG, Philip

* "The European Monetary System: Recent developments"
Occasional Paper nº 48
International Monetary Fund. Washington, December 1.986

VAN DEN BEMPT, Paul

- * "L'intégration financière et le projet de création d'une Union économique et monétaire"
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

VANDEN ABEELE, M.

- * "L'ECU, une monnaie politique?"
Institut d'Etudes Européennes
Université Libre de Bruxelles. Bruxelles, janvier 1.979

VANDELLOS SOLA, José Antonio

- * "El porvenir del cambio de la peseta"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona 1.986

VARELA DONOSO, Juan

- * "Aspectos agrimonetarios de la Política Agrícola Común"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 642
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, febrero 1.987
- * "La Política Agrícola Común y su reforma"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

VARELA PARACHE, Félix

- * "El acceso de España a la financiación internacional"
Colección "Economistas. Libros": España en la escena
financiera internacional
Colegio de Economistas. Madrid, 1.990
- * "El problema de la deuda: evolución y perspectivas"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

VARELA PARACHE, Manuel

- * "Perspectivas y problemas de la economía internacional"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

VARELA PARACHE, Manuel y VARELA PARACHE, Félix

- * "El Sistema Monetario Internacional. Presente y futuro"
Editorial Planeta. Barcelona, 1.974

VARELA PARACHE, Manuel y MOLINA REQUENA, María Josefa

- * "España ante el Sistema Monetario Europeo: algunas consideraciones"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española
Madrid, diciembre 1.987

VARIOS AUTORES

- * "El patrón oro, la peseta y la economía española (1.900-1.936), Informe de la Comisión del Patrón Oro"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.987
- * "Ensayos sobre exportación e importación"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.986
- * "Derecho Comunitario Europeo. Libertades económicas y derechos fundamentales"
Editorial Técnos, S.A. Barcelona, 1.987
- * "Diccionario enciclopédico de las Comunidades Europeas"
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.985
- * "Economía española: 1.960-1.980"
H. Blume Ediciones. Madrid, 1.983
- * "La evolución del sistema financiero español"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
- * "Situación y perspectivas económicas de la CEE"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2.309
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.992

VELARDE FUERTES, Juan

- * "Algunos problemas de la estructura y desarrollo de la economía española"
Biblioteca de Economía Española
Ediciones Orbis, S.A. Barcelona, 1.987
- * "Cinco choques sobre la economía española"
Círculo de Empresarios: El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española
Madrid. Diciembre, 1.987

- * "Crisis interna y crisis externa: la encrucijada española de 1.991"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991
- * "Los sectores productivos españoles ante el reto comunitario de los años noventa"
Cuestiones fundamentales de economía: España y la Unión Europea. Las consecuencias del Tratado de Maastricht"
Real Academia de Ciencias Morales y Políticas
Círculo de Lectores y Plaza & Janés. Barcelona, 1.992

VELASCO BARROETABENA, Roberto

- * "Perspectiva regional de la UEM"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991

VEVERKA, François

- * "La signification de l'intégration financière européenne pour la France"
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

VIDAL-RIBAS MARTI, Enrique

- * "Notas sobre la naturaleza y expansión en los mercados de futuros. Una referencia al caso español"
Ediciones Pirámide, S.A. Madrid, 1.991

VIGUERA, Enrique

- * "Efectos sobre España del Espacio Económico Europeo"
Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2.308
Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.992

VILLAVARDE CASTRO, José

- * "La integración de España en el SME: luces y sombras"
Revista del Instituto de Estudios Económicos, nº 2 / 1.989
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.989
- * "Los gobiernos regionales y locales ante el reto de la competitividad europea: posibles líneas de actuación"
Círculo de Empresarios: La política económica española en la unión económica y monetaria europea
Madrid. Diciembre, 1.991

VINCENSINI, Jean François

- * "La conduite des politiques monétaires"
Ministère de l'Économie des Finances et du Budget: Vers
l'union économique et monétaire européenne
La documentation française. Paris, 1.990

VINES, David; MACIEJOWSKI, Jan; y MEADE, James E.

- * "Estanflación (volumen 2). Dirección de la Demanda"
Editorial Vicens-Vives. Barcelona, 1.986

VINALS INIGUEZ, José

- * "¿Aumenta la apertura financiera exterior las fluctuaciones
del tipo de cambio?"
Servicio de Estudios del Banco de España
Documento de Trabajo nº 8.518
Banco de España, Madrid 1.985
- * "Del Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria Europea"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1.989
- * "El mercado interior de 1.992 y el sistema monetario europeo:
perspectivas de futuro"
Boletín Económico del Banco de España, Mayo 1.988
Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid
- * "El déficit público y sus efectos macroeconómicos:
algunas reconsideraciones"
Papeles de Economía Española
Confederación Española de Cajas de Ahorros. Madrid
- * "El Sistema Monetario Europeo, España y la política
macroeconómica"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 657
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, mayo 1.988
- * "Fiscal policy and the external constraint"
Servicio de Estudios del Banco de España
Documento de Trabajo nº 8.607
Banco de España, Madrid 1.986
- * "El Sistema Monetario Europeo. España y la política
macroeconómica"
Servicio de Estudios del Banco de España
Documento de Trabajo nº 8.804
Banco de España, Madrid 1.986
- * "Los efectos macroeconómicos de los 'shocks' de oferta"
Papeles de Economía Española
Confederación Española de Cajas de Ahorro. Madrid

* "Los riesgos de la libre circulación de capitales"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social

* "The EMS, Spain and macroeconomic policy"
Centre for European Policy Studies, Brussels and
the Bank of Greece: The European Monetary System
in the 1.990's.
Edited by Paul De Grauwe and Lucas Papademos, and
Longman Group UK Limited. London, 1.990

VINALS INIGUEZ, José y DOMINGO, Lorenzo

* "La peseta y el Sistema Monetario Europeo: Un modelo
de tipo de cambio peseta/marco"
Servicio de Estudios del Banco de España
Documento de Trabajo nº 8.703
Banco de España, Madrid 1.985

VONA, Stefano y BINI SMAGHI, Lorenzo

* "Economic growth and exchange rates in the European Monetary System: their trade effects in a changing external environment"
Banca d'Italia, Centro Interuniversitario di Studi Teorici
per la Política Economica y Centre for Economic Policy
Research: The European Monetary System
Cambridge University Press. Cambridge, 1.990

WALRAS, León

- * "Elementos de economía política pura (o Teoría de la riqueza social)"
Alianza Universidad. Edición de Julio Segura
Alianza Editorial, S.A. Madrid, 1.987

WALTERS, Alan

- * "Constituciones monetarias para Europa"
Revista nº 2/1991 del Instituto de Estudios Económicos:
La unión económica y monetaria de Europa en una
perspectiva liberal
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.991

WESSELS, Wolfgang

- * "The Institutional Strategies Toward Political Union"
The State of the European Community. Policies, Institutions
and Debates in the Transitions Years
Edited by Leon Hurwitz and Christian Lequesne
Lynne Rienner Publishers and Longman Group UK Limited.
Essex, England 1.991

WICKENS, M. R.

- * "Sustitución de monedas: estado actual de las
Investigaciones"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 675
Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, nov. 1.989

WILLGERODT, Hans

- * "La integración económica alemana en una perspectiva
europea"
Revista nº 2/1.991 del Instituto de Estudios Económicos:
La unión económica y monetaria de Europa en una
perspectiva liberal
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.991

WILLIAMS, Shirley

- * "El Reino Unido y Europa: reflexiones constitucionales"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 710
"Reflexiones sobre la unión económica y monetaria"
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, octubre, 1.992

WONNACOTT, Paul y WONNACOTT, Ronald

- * "Economía"
Mc Graw-Hill. Madrid, 1.987

WYPLOSZ, Charles

- * "El Sistema Monetario Europeo - Del éxito a la transición"
Revista del Instituto de Estudios Económicos nº 2 / 1.989
Instituto de Estudios Económicos. Madrid, 1.989
- * "La liberalización de los flujos de capitales y el SME"
Colección "Perspectivas Europeas": Creación de un
espacio financiero europeo
Comisión de las Comunidades Europeas. Luxemburgo, 1.988

YOUNG, John

- * "Les conséquences de l'intégration financière européenne pour la Grande-Bretagne"
Trans European Policy Studies Association (T.E.P.S.A.):
Intégration financière et union monétaire européenne
Ed. ECONOMICA. Paris, 1.991

YPERSELE, Jacques van y KOEUNE, Jean-Claude

- * "Le Système Monétaire Européen. Origines, fonctionnement et perspectives"
Ofic. de publications des Communautés européennes
Luxembourg, 1.985

ZAMORANO, Joaquín

- * "La estrategia monetaria del Reino Unido"
Papeles de Economía Española nº 43 Madrid, 1.990
Fundación Fondo para la Investigación Económica Social

ZARAGOZA RAMEAU, José Alberto

- * "La convergencia económica y la financiación de
infraestructuras"
Información Comercial Española. Revista de Economía nº 710
"Reflexiones sobre la unión económica y monetaria"
Secretaría de Estado de Comercio. Ministerio de Industria,
Comercio y Turismo. Madrid, octubre, 1.992

INDICE DE GRAFICOS Y CUADROS

GRAFICOS

<u>NUMERO</u>	<u>GRAFICO</u>	<u>PAGINA</u>
1	CURVAS DE PHILLIP	40
2	DIAGRAMA DEL INTERES DE FISHER Y CURVA DE OFERTA DEL AHORRO	122
3	EFFECTO DE LA VARIACION DEL INTERES SOBRE EL AHORRO	123
4	FORMULACION DEL TIPO DE CAMBIO	152
5	EL TIPO DE CAMBIO EN EL MERCADO DE DIVISAS	179
6	LA CURVA DE OFERTA DE DIVISAS	183
	a) CURVA DE DEMANDA DE EXPORTACIONES ELASTICA	
	b) CURVA DE DEMANDA DE EXPORTACIONES RIGIDA	

NUMERO	GRAFICO	PAGINA
7	EQUILIBRIO INTERNO Y EQUILIBRIO EXTERNO	191
8	EQUILIBRIO EN UN ESQUEMA DE PRECIOS	229
	a) RECTA DE EQUILIBRIO EXTERNO	
	b) RECTA DE EQUILIBRIO INTERNO	
	c) PUNTO DE DOBLE EQUILIBRIO	
	d) CASOS ESPECIALES: RECTAS "F" Y "G"	
9	EQUILIBRIO EN UN ESQUEMA DE TIPOS DE INTERES	242
	a) RECTA DE EQUILIBRIO INTERNO	
	b) RECTA DE EQUILIBRIO EXTERNO	
	c) PUNTO DE DOBLE EQUILIBRIO	
	d) CASOS ESPECIALES: RECTAS "F" Y "G"	
10	ZONAS DE DESEQUILIBRIO EN LA ECONOMIA	252
11	LA SITUACION DE LA ECONOMIA: CURVAS "IS" Y "LM"	257
12	EFICACIA DE LA POLITICA MONETARIA: CURVA "LM"	259
13	EFICACIA DE LA POLITICA FISCAL: CURVA "IS"	265
	a) PENDIENTE "LM" MAYOR QUE PENDIENTE "FBP"	
	b) PENDIENTE "LM" MENOR QUE PENDIENTE "FBP"	

NUMERO	GRAFICO	PAGINA
14	SISTEMA MONETARIO BIMETALICO	
	1) 1 MONEDA EN EL LIMITE DE LA BANDA DE FLUCTUACION	305
	2) 1 MONEDA EN EL CENTRO DE LA BANDA DE FLUCTUACION	306
	3) 1 MONEDA EN UN PUNTO CUALQUIERA DE LA BANDA DE FLUCTUACION	307
15	SISTEMA MONETARIO CON TRES O MAS MONEDAS	
	1) 1 MONEDA EN EL LIMITE DE LA BANDA DE FLUCTUACION (3 CASOS POSIBLES)	308
	2) 1 MONEDA EN EL CENTRO DE LA BANDA DE FLUCTUACION	
	2.1) SEGUNDA MONEDA EN EL LIMITE DE LA BANDA DE FLUCTUACION	312
	2.2) SEGUNDA MONEDA EN EL CENTRO DE LA BANDA DE FLUCTUACION	312
	2.3) SEGUNDA MONEDA EN UN PUNTO CUALQUIERA DE LA BANDA DE FLUCTUACION	313

**3) 1 MONEDA EN UN PUNTO CUALQUIERA DE
LA BANDA DE FLUCTUACION**

**3.3) SEGUNDA MONEDA EN UN PUNTO CUALQUIERA
DE LA BANDA DE FLUCTUACION**

- EN LA MISMA MITAD DE LA BANDA

**3.3.a) MAS CERCANO AL LIMITE DE
FLUCTUACION QUE LA OTRA
MONEDA**

317

**3.3.b) A IGUAL DISTANCIA DEL LIMITE
DE FLUCTUACION QUE LA OTRA
MONEDA**

318

**3.3.c) MAS CERCANO AL CENTRO DE
FLUCTUACION QUE LA OTRA
MONEDA**

319

- EN LA MITAD OPUESTA DE LA BANDA

**3.3.d) ENTRE EL CENTRO DE PARIDAD
Y EL LIMITE "INTRAMARGINAL"
DE FLUCTUACION**

320

**3.3.e) EN EL LIMITE "INTRAMARGINAL"
DE FLUCTUACION**

321

NUMERO**GRAFICO****PAGINA**

16	DETERMINACION DE LOS LIMITES "INTRAMARGINALES"	
	A) 1 MONEDA EN EL LIMITE DE LA BANDA DE FLUCTUACION	322
	B) DETERMINACION DE LA MONEDA MAS ALEJADA DEL CENTRO DE LA BANDA DE FLUCTUACION	323
	C) DETERMINACION DE LA MONEDA MAS ALEJADA DE LA ANTERIOR	324
17	EXISTENCIA DE DOS BANDAS DE FLUCTUACION	328
18	1 UNICA MONEDA EN LA "BANDA ANCHA" DE FLUCTUACION	
	1) MONEDAS SITUADAS EN EL CENTRO DE LAS BANDAS DE FLUCTUACION	329
	2) 1 MONEDA SITUADA EN EL MARGEN DE LA BANDA DE FLUCTUACION	
	2.1) EN LA "BANDA ESTRECHA"	330
	2.2) EN LA "BANDA ANCHA"	331

NUMEROGRAFICOPAGINA

3) 1 MONEDA EN UN PUNTO CUALQUIERA DE
LA BANDA DE FLUCTUACION

3.1) EN LA "BANDA ESTRECHA"

3.1.a) INFLUENCIA DE UNA SOLA MONEDA 332

3.1.b) INFLUENCIA DE DOS MONEDAS 333

3.2) EN LA "BANDA ANCHA"

3.2.a) SEPARADA DEL LIMITE DE FLUC-
TUACION EN MAS DE 2,25 % 335

3.2.b) SEPARADA DEL LIMITE DE FLUC-
TUACION MENOS DEL 2,25 % 336

19 EFECTOS DE LA EXISTENCIA DE UNA SEGUNDA MONEDA
EN LA MITAD OPUESTA DE LA "BANDA ESTRECHA" 337

20 EFECTOS DE LA EXISTENCIA DE VARIAS MONEDAS EN
LA "BANDA ESTRECHA" DE FLUCTUACION 338

21 DOS O MAS MONEDAS EN LA "BANDA ANCHA" DE FLUCTUACION

**A) QUE LA MONEDA "BASE" FLUCTUE EN LA
"BANDA ESTRECHA"**

**1) MONEDA DE LA "BANDA ESTRECHA" EN EL LIMITE
DE SU BANDA DE FLUCTUACION**

340

**1.1) OTRA MONEDA "RELEVANTE" SITUADA EN
LA MISMA MITAD RESPECTO AL CENTRO
DE PARIDAD**

1.1.a) DENTRO DE LA "BANDA ESTRECHA" 341

1.1.b) DENTRO DE LA "BANDA ANCHA"

**- EN EL LIMITE DE LA BANDA
DE FLUCTUACION 342**

**- ENTRE LOS LIMITES AMBAS
BANDAS DE FLUCTUACION 343**

**- A LA MISMA ALTURA DEL
MARGEN DE FLUCTUACION
DE LA "BANDA ESTRECHA" 344**

**- ENTRE EL CENTRO DE PARIDAD
Y EL MARGEN DE FLUCTUACION 345**

1.2) OTRA MONEDA "RELEVANTE" SITUADA EN
LA MITAD OPUESTA RESPECTO AL CENTRO
DE PARIDAD

DENTRO DE LA "BANDA ANCHA"

- EN EL LIMITE "INTRAMARGINAL" 346

- ENTRE EL LIMITE "INTRAMARGINAL
Y EL CENTRO DE PARIDAD 347

2) MONEDA DE LA "BANDA ESTRECHA" EN EL CENTRO
DE SU BANDA DE FLUCTUACION 347

2.1) OTRA MONEDA "RELEVANTE" SITUADA EN
LA MISMA MITAD RESPECTO AL CENTRO
DE PARIDAD

2.1.b) DENTRO DE LA "BANDA ANCHA"

- EN EL LIMITE DE LA BANDA
DE FLUCTUACION 350

- A MENOR DISTANCIA DEL MAR-
GEN DE FLUCTUACION QUE LA
MANTENIDA POR LA MONEDA DE
LA "BANDA ESTRECHA" RES-
PECTO A SU MARGEN 351

- A LA MISMA DISTANCIA DEL
MARGEN DE FLUCTUACION QUE
LA MANTENIDA POR LA MONEDA
DE LA "BANDA ESTRECHA" 352

- A MAYOR DISTANCIA DEL MAR-
GEN DE FLUCTUACION QUE LA
MANTENIDA POR LA MONEDA DE
LA "BANDA ESTRECHA" RES-
PECTO A SU MARGEN

a.) A MAYOR DISTANCIA DEL
CENTRO DE PARIDAD QUE
LA MONEDA DE LA "BANDA
ESTRECHA" 353

b.) A IGUAL DISTANCIA DEL
CENTRO DE PARIDAD QUE
LA MONEDA DE LA "BANDA
ESTRECHA" 354

c.) A MENOR DISTANCIA DEL
CENTRO DE PARIDAD QUE
LA MONEDA DE LA "BANDA
ESTRECHA" 355

**2.2) OTRA MONEDA "RELEVANTE" SITUADA EN
LA MITAD OPUESTA RESPECTO AL CENTRO
DE PARIDAD**

2.2.a) DENTRO DE LA "BANDA ESTRECHA" 356

MARGENES DETERMINADOS 357

2.2.b) DENTRO DE LA "BANDA ANCHA"

**- A UNA DISTANCIA DEL CENTRO
DE PARIDAD IGUAL A 2,25 % 358**

**- EN EL LIMITE "INTRAMARGI-
NAL" DETERMINADO POR LA
MONEDA DE LA OTRA BANDA 359**

**- A MAS DE 2,25 % DEL CENTRO
DE PARIDAD, PERO SIN AL-
CANZAR EL MARGEN DE FLUC-
TUACION 360**

B) QUE LA MONEDA "BASE" FLUCTUE EN LA "BANDA ANCHA"

1) MONEDA DE LA "BANDA ANCHA" EN EL LIMITE DE SU BANDA DE FLUCTUACION	361
--	-----

2) MONEDA DE LA "BANDA ANCHA" EN UN PUNTO
INTERMEDIO ENTRE SU MARGEN DE VARIACION
Y EL CENTRO DE PARIDAD

2.1) A MAYOR DISTANCIA DEL CENTRO DE PARIDAD DE 2,25 %	363
---	-----

EFFECTOS DE OTRAS MONEDAS SITUADAS EN
EL LADO OPUESTO DE LA BANDA EN LA
QUE ESTA LA MONEDA "BASE"

a.) MONEDA DE "BANDA AMPLIA"	364
------------------------------	-----

b.) MONEDA DE "BANDA ESTRECHA"	365
--------------------------------	-----

2.2) A MENOR DISTANCIA DEL CENTRO DE
PARIDAD DE 2,25 %

EFFECTOS DE OTRAS MONEDAS SITUADAS EN
EL LADO OPUESTO DE LA BANDA EN LA
QUE ESTA LA MONEDA "BASE"

a.) MONEDA DE "BANDA AMPLIA"	366
------------------------------	-----

b.) MONEDA DE "BANDA ESTRECHA"	366
--------------------------------	-----

<u>NUMERO</u>	<u>GRAFICO</u>	<u>PAGINA</u>
22	DETERMINACION DE LOS LIMITES "INTRAMARGINALES" EN ALGUNA DE LAS BANDAS DE FLUCTUACION	
	A) 1 MONEDA EN EL LIMITE DE ALGUNA DE LAS BANDAS DE FLUCTUACION	368
	B) DETERMINACION DE LA MONEDA MAS ALEJADA DEL CENTRO DE FLUCTUACION EN CADA UNA DE LAS BANDAS Y LIMITES "INTRAMARGINALES	375
23	EXISTENCIA DE TRES BANDAS DE FLUCTUACION	377
24	EL "DIAMANTE DE CONVERGENCIA"	502
25	EL "INDICADOR DE CONVERGENCIA AFI"	503

CUADROS EXPLICATIVOS

<u>NUMERO</u>	<u>CUADRO</u>	<u>PAGINA</u>
1	CUANTIAS Y PORCENTAJES DEL ECU	
	a) INICIALES: 13-3-79	429
	b) PRIMERA REVISION: 17-9-85	430
	c) SEGUNDA REVISION: 21-9-89	431
2	FORMACION DE LOS "PIVOTES-ECU": PIVOTE-ECU RESPECTO AL MARCO (a 13-3-79)	432
3	PARRILLAS DE PARIDADES	
	a) 13- 9-1.992	433
	b) 17- 9-1.992	434
	c) 21-10-1.992	435
	d) 1- 2-1.993	436
	e) 14- 5-1.993	437
4	CALCULO DE LOS LIMITES DE FLUCTUACION	438
5	DETERMINACION DE LOS LIMITES PORCENTUALES DE VARIACION	443

<u>NUMERO</u>	<u>CUADRO</u>	<u>PAGINA</u>
6	CUOTAS DEL APOYO MONETARIO A CORTO PLAZO	
	a) CUOTAS INICIALES	446
	b) CUOTAS TRAS LA CREACION DEL SME	447
	c) CUOTAS ACTUALES	448
7	TECHOS DE CREDITO DE LA ASISTENCIA FINANCIERA A MEDIO PLAZO	449
8	REALINEAMIENTOS	
	a) 1ª ETAPA: 1.979-1.983	450
	b) 2ª ETAPA: 1.985-1.991	451
	c) 3ª ETAPA: La crisis de 1.992	452

INDICE

Pag .

INTRODUCCION

2

PARTE PRIMERA

CAPITULO PRIMERO

LA INFLACION

<u>La inflación: Definición y sus clases</u>	11
<u>Definición de inflación</u>	11
<u>Clases de inflación</u>	11
Inflación de demanda	13
Inflación de costes	14
Inflación estructural	17
Inflación monetaria	18
<u>Efectos y costes de la inflación</u>	27
<u>La curva de Phillips y la estanflación</u>	30

<u>Soluciones al problema de la inflación</u>	47
<u>La Política Monetaria</u>	50
El control de la oferta monetaria	52
El control del tipo de interés	55
<u>La Política Fiscal</u>	64
El Gasto Público	66
Clasificación económica del gasto público	67
Clasificación funcional del gasto público	68
El Ingreso Público	72
Clasificación de los ingresos públicos,	
según Seligman	72
Clasificación económica de los ingresos públicos	74
Los impuestos	75
La relación entre ingresos y gastos públicos	79
El déficit público y su financiación	82
Formas de financiación del déficit	85
<u>La monetización del déficit público</u>	87
<u>La emisión de deuda pública</u>	89
La distribución de la deuda pública	90
El volumen de la deuda	91
El problema de la restricción	
presupuestaria	93
<u>El aumento de los ingresos públicos</u>	94
<u>La Política de Rentas</u>	95
<u>Políticas Regionales y Sectoriales</u>	97
<u>La Política Cambiaria</u>	100
<u>La combinación de políticas económicas</u>	101

CAPITULO SEGUNDO

<u>LOS TIPOS DE INTERES</u>	104
<u>Los tipos de interés. Definición</u>	104
<u>El origen del interés y su tasa. Clases y efectos</u>	110
<u>Tipo de interés a corto y a largo plazo</u>	111
<u>Tipos de interés reales y nominales</u>	112
<u>Efectos de la variación de la tasa de interés</u>	113
<u>La decisión de ahorrar: consumo presente contra</u> <u>consumo futuro</u>	115
<u>Efecto de la variación del tipo de interés sobre</u> <u>un prestamista</u>	124
<u>Efecto de la variación del tipo de interés sobre</u> <u>un prestatario</u>	125
<u>El tipo de interés y la liquidez: La decisión de invertir</u>	126
<u>La decisión de invertir</u>	131
<u>El momento de invertir y la Teoría de la selección</u> <u>de cartera</u>	132
<u>Los bienes de inversión y la Teoría del beneficio</u>	133
<u>El tipo de interés como variable de relación entre</u> <u>mercados</u>	138
<u>La movilidad del capital</u>	146

CAPITULO TERCERO

<u>LOS TIPOS DE CAMBIO</u>	150
<u>Los tipos de cambio: Definición y razones de su importancia</u>	150
<u>Definición del tipo de cambio</u>	150
<u>Clases de tipos de cambio: El mercado de divisas</u>	156
<u>Mercado de cambio "al contado" y "de futuros"</u>	157
Arbitrajistas y especuladores	160
<u>Tipos de cambio fijos y flexibles</u>	161
Tipos de cambio fijos	163
<u>Ventajas e inconvenientes de los tipos de</u>	
<u>cambio fijos</u>	167
Ventajas del sistema de tipos de cambio fijos	169
Inconvenientes del sistema de tipos de cambio	
fijos	171
Tipos de cambio flexibles	173
<u>Ventajas e inconvenientes de los tipos de</u>	
<u>cambio flexibles</u>	174
Ventajas del sistema de tipos de cambio	
flexibles	174
Inconvenientes del sistema de tipos de cambio	
flexibles	176

<u>El mercado de divisas en un sistema de tipos de cambio flexibles</u>	177
<u>El mercado de divisas</u>	177
La oferta de divisas	178
La demanda de divisas	180
<u>La pendiente de la curva de oferta de divisas.</u>	
<u>El problema de la elasticidad</u>	182
Curva de demanda de exportaciones elástica	184
Curva de demanda de exportaciones rígida	184
<u>La pendiente de la curva de demanda de divisas</u>	185
<u>Interrelación de las curvas de oferta y demanda de divisas</u>	185
<u>El equilibrio externo como objetivo de política económica</u>	189
<u>El equilibrio de la balanza de pagos</u>	192
Medidas para el ajuste de un desequilibrio externo	197
Financiación del desequilibrio externo	199
<u>Modificación del tipo de cambio: Efectos de una devaluación</u>	201
El enfoque elasticidades	204
El enfoque multiplicador	208
El enfoque absorción	209
<u>Efectos de una sobrevaloración de la moneda</u>	213
<u>Políticas comerciales</u>	216
<u>Actuación directa en los mercados</u>	217

CAPITULO CUARTO

<u>INTERRELACION ENTRE LA TASA DE INFLACION Y LOS TIPOS DE INTERES Y DE CAMBIO</u>	220
<u>Visión conjunta de la tasa de inflación, el tipo de interés y el tipo de cambio</u>	220
<u>Relación entre los equilibrios interno y externo</u>	223
<u>Relación de precios, tipo de cambio flexible y demanda agregada</u>	225
<u>La recta de equilibrio externo</u>	227
<u>La recta de equilibrio interno</u>	230
<u>Ajuste entre equilibrio externo y equilibrio interno</u>	231
<u>Tipos de interés, tipos de cambio fijos y demanda agregada</u>	236
<u>La recta de equilibrio interno</u>	239
<u>La recta de equilibrio externo</u>	240
<u>Ajuste entre equilibrio interno y equilibrio externo</u>	248
<u>Eficacia de las políticas monetaria y fiscal en función del sistema de tipos de cambio</u>	258
<u>Eficacia de las medidas de política monetaria</u>	260
Sistema de tipos de cambio flexibles	260
Sistema de tipos de cambio fijos	262

<u>Eficacia de las medidas de política fiscal</u>	263
A) Pendiente de la curva LM mayor que la pendiente de la recta de equilibrio externo	263
<u>Sistema de tipos de cambio flexibles</u>	264
<u>Sistema de tipos de cambio fijos</u>	266
B) Pendiente de la curva LM menor que la pendiente de la recta de equilibrio externo	266
<u>Sistema de tipos de cambio flexibles</u>	267
<u>Sistema de tipos de cambio fijos</u>	268
<u>El problema del triple objetivo: tipo de cambio fijo, di-</u> <u>ferencial de inflación nulo y tipo de interés compatible</u> <u>con el crecimiento sostenido y estable de la economía</u>	273

CAPITULO QUINTO

<u>EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO Y EL ECU: UN INSTRUMENTO PARA EL LOGRO DE LA UNION MONETARIA EUROPEA</u>	281
<u>El Sistema Monetario Europeo (SME)</u>	281
La Unidad de Cuenta Europea (ECU)	284
El ECU como numerario de los mecanismos de cambio	285
Valor externo y valor interno del ECU	285
<u>Determinación del valor interno del ECU: Los "Porcentajes" y las "Cuantías"</u>	286
<u>La expresión del valor oficial del ECU: Los "Pivotes-ECU"</u>	291
El ECU como centro del indicador de divergencia	293
<u>La paridad entre las monedas del sistema: Los "pivotes-bilaterales" y la "parrilla de paridades"</u>	295
El Mecanismo de Cambios e Intervención	298
Reglas de intervención obligatoria	299
<u>Los márgenes de fluctuación</u>	300
<u>Los límites de fluctuación efectivos</u>	303
La existencia de diversas monedas	304
<u>SISTEMA CON DOS MONEDAS</u>	304
<u>SISTEMA CON TRES O MAS MONEDAS</u>	308

El mantenimiento de distintas bandas de fluctuación	327
<u>UNA MONEDA EN LA "BANDA ANCHA" DE FLUCTUACION</u>	329
<u>DOS O MAS MONEDAS EN LA "BANDA ANCHA" DE FLUCTUACION</u>	339
A) Que la moneda "base" fluctúe en la "banda estrecha"	339
B) Que la moneda "base" fluctúe en la "banda amplia"	361
<u>EXISTENCIA DE UNA TERCERA BANDA DE FLUCTUACION</u>	377
El indicador de divergencia y la intervención intramarginal	380
<u>Los límites máximos de divergencia</u>	381
<u>Los umbrales de divergencia</u>	383
<u>La divergencia entre monedas y la presunción de intervención</u>	384
<u>El ajuste de las divergencias</u>	386
1) Ajuste respecto a las monedas no parti- cipantes en el mecanismo de cambios: Coeficientes de Ajuste "AE"	387
2) Ajuste respecto a las monedas que varían en diferente banda de fluctuación: Coeficientes de Ajuste "AI"	390

<u>El "indicador de divergencia"</u>	394
La modificación de los tipos centrales:	
Los realineamientos	398
El sistema integrado de facilidades crediticias	401
El Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM)	402
Creación de ECUs "oficiales"	405
Los mecanismos de crédito	407
<u>La financiación a muy corto plazo</u>	409
<u>El apoyo monetario a corto plazo</u>	412
<u>La asistencia financiera a medio plazo</u>	414
<u>El mecanismo de empréstitos comunitarios</u>	415
<u>Otras líneas de financiación de los desequilibrios</u>	416
El ECU "privado"	418
Los mercados de capitales y el ECU	422
Los mercados monetarios y el ECU	423
La utilización del ECU por las empresas y los particulares	426
El tipo de interés del ECU	427

CAPITULO SEXTO

<u>LA INTEGRACION MONETARIA EUROPEA: EL INFORME DELORS Y</u>	
<u>EL TRATADO DE MAASTRICHT</u>	453
<u>El futuro del Sistema Monetario Europeo</u>	453
<u>EL "INFORME DELORS"</u>	458
<u>LAS PROPUESTAS ALTERNATIVAS</u>	467
<u>La propuesta española</u>	468
<u>La propuesta británica</u>	469
<u>Otras alternativas al "Plan Delors"</u>	470
<u>EL TRATADO DE LA UNION EUROPEA</u>	475
<u>La regulación del proceso de unión económica y monetaria</u>	477
<u>Las Instituciones Financieras del Tratado de Unión Europea</u>	482
El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)	484
El Banco Central Europeo (BCE)	485
El Instituto Monetario Europeo (IME)	488
El Comité Monetario y el Comité Económico y Financiero	489
El Banco Europeo de Inversiones	490
<u>La primera fase del proceso de unión económica y monetaria</u>	490
<u>La segunda fase del proceso de unión económica y monetaria</u>	491
<u>La tercera fase del proceso de union económica y monetaria</u>	492
<u>Los criterios de convergencia</u>	495
Desarrollo de los planes de convergencia	497
<u>Estados miembros acogidos a una excepción</u>	508
La excepción británica	508

PORTE SEGUNDA

CAPITULO SEPTIMO

EVOLUCION HISTORICA DE LA UNION MONETARIA EN EUROPA:

<u>EL PAPEL DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO Y EL ECU</u>	511
<u>La armonización monetaria en el Tratado de Roma</u>	511
<u>La idea del camino hacia la unión europea</u>	512
<u>La cooperación monetaria en Europa hasta 1.977</u>	524
<u>La evolución del Sistema Monetario Internacional</u>	524
El "Pool" del Oro	531
Las Operaciones "SWAP"	532
El Acuerdo General de Préstamos	534
El Sistema de Doble Mercado del Oro	536
Los Derechos Especiales de Giro (DEG)	538
La crisis de la libra esterlina	540
La quiebra del Sistema de Bretton Woods	542
La inconvertibilidad del dolar	542
Los Acuerdos de Washington	545

<u>Evolución "forzada" del Sistema Monetario en Europa</u>	
<u>hasta 1.977</u>	548
<u>El Tratado de Roma y los primeros avances de</u>	
<u>carácter monetario</u>	549
<u>La Unidad de Cuenta Europea (UCE)</u>	553
<u>Memorandum para la Segunda Etapa del Mercado Común</u>	554
<u>Los Montantes Compensatorios Monetarios</u>	558
<u>La respuesta al problema interno: Planes Barre</u>	
<u>y Werner</u>	562
<u>EL PLAN BARRE</u>	563
<u>EL PLAN WERNER</u>	566
<u>La respuesta al problema externo: Las "serpientes</u>	
<u>monetarias"</u>	569
<u>LA "SERPIENTE MONETARIA EN EL TUNEL"</u>	570
<u>LA "SERPIENTE MONETARIA 'SIN TUNEL' "</u>	576
<u>La respuesta global al problema: Informes Marjolin</u>	
<u>y Tindemans</u>	578
<u>EL INFORME MARJOLIN</u>	579
<u>EL INFORME TINDEMANS</u>	581
<u>OTROS INFORMES</u>	585

<u>La creación del Sistema Monetario Europeo (SME)</u>	587
<u>Evolución del Sistema Monetario Europeo</u>	596
El periodo de ajuste del SME: Los realineamientos	597
Primer realineamiento: 24 de septiembre de 1.979	598
Segundo realineamiento: 30 de noviembre de 1.979	600
Tercer realineamiento: 23 de marzo de 1.981	603
Cuarto realineamiento: 4 de octubre de 1.981	605
Quinto realineamiento: 21 de febrero de 1.982	608
Sexto realineamiento: 12 de agosto de 1.982	610
Séptimo realineamiento: 21 de marzo de 1.983	611
Octavo realineamiento: 21 de Julio de 1.985	618
Noveno realineamiento: 7 de abril de 1.986	621
Décimo realineamiento: 2 de agosto de 1.986	623
Undécimo realineamiento: 12 de enero de 1.987	624
El periodo de asentamiento: El principio de la Unión Monetaria	626
<u>El Acta Unica Europea</u>	630
El Acuerdo Franco-Alemán de noviembre de 1.987	632
La Cumbre de Copenhague	635

La Cumbre extraordinaria de Bruselas	641
El problema agrícola	642
El problema presupuestario	644
La Cumbre de Hannover	647
Grupo de Trabajo para la Unión Monetaria (Comité Delors)	648
Presentación del Informe Delors	651
El Informe Franz sobre la Unidad Monetaria	652
La incorporación de España al Sistema Monetario Europeo	655
La Cumbre de Madrid	661
La propuesta española sobre la unión monetaria	662
La inclusión de la peseta y el escudo en el ECU	664
El Comité negociador de la conferencia intergubernamental	667
La "precrisis" británica y la Propuesta de Unión Monetaria del Reino Unido	669
La Cumbre de Estrasburgo	671
Duodécimo (seudo) realineamiento: 6 de enero de 1990: La lira italiana se acoge a la "banda estrecha" de fluctuación	673
La Cumbre Alemana de Bonn: La unificación monetaria alemana	677
La Unificación Alemana y la Comunidad Económica Europea: La "Precumbre de Dublín"	679

La Cumbre de Dublín	682
El Espacio Económico Europeo (EEE): Primeros pasos	683
1 de Julio de 1.990: ¿el punto sin retorno?	684
La Guerra del Golfo Pérsico: nuevamente el factor externo	685
La endogeneización de la crisis del Golfo Pérsico	689
La incorporación de la libra al Sistema Monetario Europeo	691
La Cumbre de Roma	692
La "crisis" británica	697
Las Conferencias Intergubernamentales para la Unión Económica y Monetaria (UEM) y para la Unión Política (UP)	701
La Cumbre de Luxemburgo	708
<u>La Cumbre de Maastricht: El compromiso de la unión monetaria</u>	717
Las dificultades jurídicas del Espacio Económico Europeo	731
La Cumbre de Lisboa	732
La firma del Tratado de la Unión Europea	737
La incorporación del escudo al Sistema Monetario Europeo	742

El Acuerdo sobre la creación del Espacio Económico Europeo	745
La crisis del proceso de integración	746
El referendum danés	749
El periodo de espera: el referendum irlandés	750
Decimotercer realineamiento: 13 de septiembre de 1.992	752
El abandono del Sistema Monetario Europeo de la lira italiana y la libra esterlina: crisis del sistema y decimocuarto realineamiento: 17 de septiembre de 1.992	759
1) Crisis del Sistema Monetario Europeo	760
2) Decimocuarto realineamiento	763
El referendum francés: "le petit oui"	765
La cumbre de Birmingham	771
21 de noviembre de 1.992: Decimoquinto realineamiento	778
La cumbre de Edimburgo	782
31 de enero de 1.993: Decimosexto realineamiento.	
La perpetuación de la inestabilidad cambiaria	785
14 de mayo de 1.993: Decimoséptimo realineamiento	796
El segundo referendum danés	799

CAPITULO OCTAVO

<u>UNA MONEDA UNICA: LA CULMINACION DE LA INTEGRACION MONETARIA</u>	801
<u>El régimen de tipo de cambio: una opción previa</u>	801
<u>El referente del sistema</u>	805
<u>Determinación del referente del sistema</u>	805
El problema de la indeterminación	806
Carácter interno o externo del referente	808
Valor conocido y estable: problemas de escasez y confianza	809
Independencia e interrelaciones respecto a otras monedas	813
El ámbito de la zona de estabilización	814
<u>Elección entre una "cesta de monedas" o un "patrón-mercancia"</u>	815
<u>Representatividad y aceptación</u>	816
<u>Liquidez y rendimiento frente a almacenamiento y transporte</u>	819
<u>Elección de referente entre una "cesta de monedas o una "moneda individual"</u>	823
<u>La preferencia entre una "nueva moneda" o una "moneda nacional"</u>	823

<u>CONCLUSIONES FINALES</u>	907
CONCLUSIONES GENERALES	907
CONCLUSIONES RESPECTO A LA UNION MONETARIA EUROPEA	913
CONCLUSIONES RESPECTO AL PROCESO DE INTEGRACION EN ESPAÑA	918

<u>Notas bibliográficas</u>	921
Bibliografía	933
Índice de gráficos	1.024
Índice	1.038